HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況
半年度報告

2017年9月

本報告分析2017年2月底至2017年8月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2017年9月

目錄

1. 概論	**4**
2. 全球環境及展望	**8**
2.1 外圍環境	8
2.2 中國內地	16
3. 本港經濟	**29**
3.1 實體經濟活動	29
3.2 通脹及失業率	30
4. 貨幣及金融狀況	**32**
4.1 匯率及資金流	32
4.2 貨幣及信貸	34
4.3 股市	47
4.4 債券市場	49
4.5 物業市場	51
5. 銀行業的表現	**54**
5.1 盈利及資本額	54
5.2 流動性及利率風險	56
5.3 信貸風險	57
5.4 系統性風險	62
專題1 利用聚類分析識別美國經濟週期的最新階段	12
專題2 中國內地房地產價格與企業借貸	25
專題3 關於香港銀行同業拆息與(美元)倫敦銀行同業拆息之間差距的分析	40
專題4 人民幣的避險性	44
專題5 貨幣政策的輸入型溢出效應以及其對香港外國銀行美元貸款的影響	65
詞彙	

1. 概論

全球經濟狀況有所改善，實體經濟活動同步出現週期性反彈。然而，對全球經濟前景的樂觀預期令資產市場的估值升至高位，加上亞洲多個經濟體信貸增長加速，均增加全球及地區經濟面對的金融穩定風險。尤其全球經濟仍受眾多不明朗因素影響，包括環球經濟增長動力的可持續性、美聯儲甚或其他主要央行展開貨幣政策正常化所帶來的影響，以及地緣政治緊張局勢升級等。

港元匯率逐步轉弱，反映港元銀行同業拆息與美元銀行同業拆息之間的負息差擴大，導致利率套戥活動增加。雖然美國於3月及6月兩度加息，但部分由於流動資金充裕，港元利率仍然低企，整體貸款亦廣泛增長。雖然在5月推出審慎監管措施後住宅物業市場出現放緩跡象，但置業負擔能力依然偏緊。

展望未來，鑑於香港與美國之間的息差擴大，銀行應警惕在美聯儲持續加息且即將展開資產負債表正常化的情況下資金大舉外流的風險及其對本港利率的影響。由於企業槓桿水平持續上升，個人債務負擔亦不斷增加，若利率大幅上升，銀行的資產質素將會受到考驗。因此，銀行亦應維持審慎的信貸風險管理。

外圍環境

自2016年下半年以來，全球經濟活動出現週期性反彈，全球貿易及生產同步上升，復甦勢頭並延續至2017年上半年。另一方面，在歐洲選舉後市場對民粹及反建制情緒抬頭的憂慮亦有所緩和，令主要先進經濟體的經濟及政治不確定性有所降低。在此背景下，全球股市延續自美國選舉以來的升勢，部分市場(尤其是美國市場)的估值更升至偏高水平。

當前全球宏觀經濟及金融市場環境良好，但不明朗因素仍然眾多，當中包括環球經濟增長動力的可持續性、美聯儲甚至其他主要央行展開貨幣政策正常化所帶來的影響、中國內地如何在維持增長與控制金融風險之間取得平衡，以及近期地緣政治風險加劇。

美國經濟擴張出現步入晚週期階段的跡象。儘管美國於第2季的通脹保持輕微，加上增長加快，似乎反映經濟正處於初期至中段的復甦，但美國經濟在其他範疇的表現與晚週期擴張的情況更為類同。事實上，近期金融市場及勞工市場指標的走勢(例如國庫債券收益率曲線趨平以及失業率持續下降)表明美國經濟已步入晚週期擴張階段。若情況確實如此，則令人懷疑現時高企的股市估值及當前全球需求的週期性復甦能否持續。就此，專題1(見第12頁)透過使用一種稱為聚類分析(cluster analysis)的統計分類方法，研究各種經濟指標在經濟週期不同階段的表現，藉此評估美國經濟最新位處的經濟週期階段。

另一項重要發展是美聯儲計劃於短期內推行資產負債表正常化。鑑於縮減資產負債表的步伐緩慢，長期債券收益率的升幅應會溫和。然而，此舉對美國國庫債券市場的影響及其對美國及國際金融狀況的溢出效應仍難預料。

東亞方面，雖然多數經濟體受益於全球貿易活動同步改善，亦持續錄得資金流入，但美聯儲持續加息及展開資產負債表正常化，或會導致全球金融狀況趨緊，區內資金流向存在逆轉的風險。與此同時，若美國增長遜於預期，可能會導致區內復甦受阻；另一方面，近期信貸增長加速及資金再度流入持續推高資產估值，再加上保護主義情緒升溫，以及朝鮮半島地緣政治風險上升，區內經濟體受到衝擊的風險正在上升。

中國內地方面，2017年上半年增長動力進一步增強。經濟表現超出預期，部分原因是外部需求上升推動出口表現改善，以及房地產市場暢旺推動私人投資增長反彈。雖然內地經濟短期增長前景仍然樂觀，但亦取決於當局如何在支持經濟發展及防範系統性風險——如與房地產市場過熱及銀行對非銀行金融機構敞口增加相關的潛在風險——之間取得平衡。外部方面，資金外流壓力隨經濟狀況改善而繼續減緩，但主要經濟體的貨幣狀況及全球市場情緒的不確定性仍會對跨境資金流動的短期前景產生重要影響。

鑑於房地產週期與金融穩定關係密切，中國內地房地產價格飆升已經引起關注。雖然內地銀行對房地產市場的直接敞口風險應可控，但由於房地產市場在內地以抵押品為本的貸款體系中扮演重要角色，因此銀行透過抵押品渠道對房地產市場承擔的敞口風險不容忽視。專題2（見第25頁）透過研究房地產價格通過抵押品渠道對企業借貸的影響，討論銀行對房地產市場的敞口風險。我們的分析顯示，房地產價格變動對公司的債務增長有正向影響，尤其是對小型及非國有企業等融資困難的公司。這表明銀行高度倚賴房地產及土地作為貸款抵押品，可能會導致這些公司的負債跟隨房地產週期而波動。

本港經濟

香港經濟在2017年上半年保持環比增長動力。第1季及第2季按季實質本地生產總值增長率分別為0.7%及1.0%，與此前兩季的平均增長率1%相若。與2016年下半年比較，2017年上半年勞工市場狀況良好，推動私人消費增長，而營商氣氛改善，亦推動整體投資開支於接近年中時回升。外圍方面，香港的貨物出口連續四個季度快速增長，其後於今年第2季有所放緩。服務輸出亦回落，部分原因是旅遊相關服務的需求減少。與此同時，服務輸入因本地居民旅遊需求強勁而持續增長。整體而言，淨出口於第1季對本地生產總值增長有正面貢獻，但於第2季則轉為拖累增長。

踏入下半年，本港經濟料將維持增長動力，雖然在上半年的基數較大下增幅會輕微收窄，但增速仍屬穩健。政府已將2017年全年實質本地生產總值增長預測由先前於2月份公佈的2至3%，調高至3至4%。儘管如此，本港增長前景仍受上文所述的各種外圍環境不明朗因素、中國內地的經濟表現及入境旅遊的復甦步伐影響。

2017年上半年，儘管失業率由2016年的3.4%跌至3.2%，但本地通脹壓力保持溫和。不過，按季通脹動力於最近數月有所加快，主要因貿易品價格上升所致。展望未來，由於進口通脹穩定及本地成本增幅溫和，通脹壓力應有限。

貨幣狀況及資金流動

自2017年初以來，港元現貨匯率逐步轉弱，反映美國於3月及6月兩度加息後，香港銀行同業拆息與美元倫敦銀行同業拆息之間的負息差擴大，導致利率套戥活動增加。於報告期內，兌換保證未被觸發，港元轉弱步伐至今仍然有序。

展望未來，隨著美國貨幣政策持續正常化，香港銀行同業拆息與美元倫敦銀行同業拆息之間的負息差可能會進一步擴大，套息活動或會使港元滙率再度轉弱，因而不排除在貨幣發行局制度的正常運作下觸發弱方兌換保證的可能性。

雖然美國加息，但港元利率仍保持低位，部分反映銀行體系流動資金充裕。儘管美元倫敦銀行同業拆息上升，但香港銀行同業拆息於2017年首八個月全面下跌，隔夜及三個月香港銀行同業拆息分別跌36及26個基點。在香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息負息差擴闊的情況下，專題3（見第40頁）討論影響港元及美元息差的基本因素。與此同時，由於融資成本保持低位，且銀行之間競爭激烈，按揭市場的平均按揭利率於近期跌至約1.8%的水平。

由於本港流動性充裕以及經濟環境改善，整體貸款增長在2017年上半年加快至10.2%，這是由於對多數行業的本地貸款以及對本地及跨國企業在香港境外使用的貸款普遍增加。

儘管信貸強勁增長，但由於存款基礎龐大，銀行的融資狀況仍大致穩定。由於港元貸款及存款增速相若，港元貸存比率於6月底保持77.1%不變。因外幣貸款增速快於存款，外幣貸存比率上升至65.5%。

在岸及離岸人民幣匯率兌美元升值，逆轉較早前的跌勢，部分反映內地經濟改善及美元對其他主要貨幣普遍轉弱。隨著人民幣匯率升值，人民幣客戶存款於第2季稍為回升，香港的離岸人民幣資金池（包括客戶存款及存款證餘額）有回穩跡象，但2017年上半年整體而言，人民幣資金池仍錄得輕微收縮。至於其他人民幣銀行業務方面，人民幣貸款餘額及香港銀行處理的人民幣貿易結算金額略為下降，人民幣即時支付結算系統的日均成交金額則保持在高位。在人民幣持續國際化的背景下，專題4（見第44頁）分析在過去數年人民幣被視為避險貨幣的程度。實證研究結果表明，以美元及歐元為基礎貨幣的投資者對人民幣的貨幣避險程度評價普遍相當高。在特別提款權籃子當中，雖然人民幣被視為風險高於日圓及美元，但較歐元及英鎊為低。

資產市場

在過去六個月，由於宏觀經濟表現及企業盈利超出預期，本港股市跟隨其他主要市場強勁上揚，並於報告期內，錄得高額資金淨流入，扭轉前兩年資金淨流出的趨勢。儘管地緣政治風險事件湧現，例如歐洲發生多宗恐怖襲擊，朝鮮半島緊張局勢升級，但市場波幅不大。在此背景下，本港股票市盈率升至六年來的高位，但在全球及區內而言仍具吸引力。不過，美國偏斜指數的當前水平反映尾端風險相當高，意味市場更易受到衝擊。

港元債券市場於上半年穩定擴張，對美國國庫債券收益率的信貸息差全面收窄。與股市一樣，債券市場亦錄得資金淨流入，反映美國兩度加息完全在市場預期之內。與此相反，在岸融資成本相對較低，令香港的離岸人民幣債券市場收縮。展望未來，匯率及在岸與離岸融資成本差距的不明朗因素可能會令市場的短期發展蒙上陰影。長期而言，鑑於近期推行的債券通等政策舉措，以及在岸債券納入基準全球指數等持續市場演變，債市發展將取決於未來離岸與在岸市場的互動。

自3月以來，住宅物業市場再度活躍，二手市場的樓價已超越2015年9月的高位。一手及二手市場成交量均上升。樓價上升令置業負擔能力進一步減弱。部分因這一緣故所致，近期更多置業人士需借助父母的財務支援或選擇使用地產發展商提供的高成數按揭。就後一種情況，金管局於5月12日採取審慎監管措施，加強銀行對提供按揭的物業發展商的風險承擔的信貸風險管理。鑑於樓價不斷攀升及銀行之間按揭貸款業務競爭加劇，金管局於5月19日進一步推出第八輪物業按揭貸款審慎監管措施。自5月份採取審慎監管措施以來，樓價升勢出現放緩跡象，而7月及8月的平均成交量亦對比上半年有所下跌。

展望未來，住宅物業市場的前景仍極不明朗。由於利率低企、市場預料房屋供應短缺，以及物業發展商大力促銷及提供融資計劃，短期仍可能會支持住宅物業需求，但長期而言，預期房屋供應會增加，會收窄房屋供求缺口，而本港利率正常化會提高按揭貸款的償債成本，將會抑制對樓價上升的壓力。

銀行業的表現

零售銀行的盈利有所改善，資產回報率從2016年上半年的1.07%上升至2017年上半年的1.17%。盈利改善是由於淨利息收入和非利息收入有所增長。零售銀行於2017年第2季的淨息差亦由2016年同期的1.33%擴闊至1.43%。

銀行的資本狀況維持穩健，本地註冊認可機構的綜合資本充足比率維持在18.7%的高位。儘管綜合資本充足比率輕微下跌0.5個百分點，但仍遠高於國際最低標準。為增強香港銀行對系統性風險的抵禦能力，自2018年1月1日起，逆周期緩衝資本比率將由現時的1.25%提高至1.875%。

儘管美國加息，港元銀行同業拆息仍保持於低位，顯示銀行體系流動資金充裕。反映零售銀行港元資金成本的綜合利率亦於低位保持穩定。與此同時，根據《巴塞爾協定三》的標準，認可機構流動性狀況整體穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率與第2類機構的平均流動性維持比率於2017年第2季分別保持在144.2%及49.7%的高位，遠高於各自80%及25%的法定最低要求。

銀行貸款於2017年上半年加快增長，錄得10.2%的增幅，相比前六個月的4.2%為高。銀行的資產質素按歷史標準衡量屬於穩健，並於報告期內進一步改善。

然而，我們預期銀行業未來將面臨多重挑戰。其中主要先進經濟體的政策不確定性更是影響香港銀行業的重要風險因素。專題5（見第65頁）研究主要央行的貨幣政策變動如何影響香港的外國銀行。我們的研究結果表明，主要先進經濟體同時收緊貨幣政策而產生的負面溢出效應，可能會對香港的美元信貸供應構成重大壓力。儘管如此，為促進銀行建立更穩健的資本及流動性狀況而持續推行的監管改革及審慎監管措施將有助緩和這些不利影響。

鑑於香港與美國之間的息差擴大，銀行應警惕在美聯儲持續加息且即將展開資產負債表正常化下資金大舉外流的風險及其對本港利率的影響。此外，由於企業槓桿水平持續上升，個人債務負擔亦不斷增加，若利率大幅上升，銀行的資產質素將會受到考驗。因此，銀行亦應維持審慎的信貸風險管理。

《*貨幣與金融穩定情況半年度報告*》由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

全球經濟狀況有所改善，實體經濟活動同步出現週期性反彈，主要先進經濟體的政治及政策不確定性減少，而新興市場經濟體的宏觀經濟狀況亦好轉。前景改善進而推高資產市場的估值。儘管如此，全球經濟前景仍然面臨眾多不確定因素，包括環球經濟增長動力的可持續性、美聯儲甚或其他主要央行展開貨幣政策正常化所帶來的影響，以及地緣政治緊張局勢升級等。

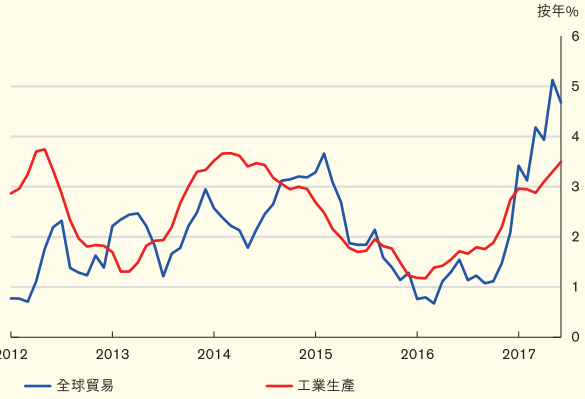
2017年上半年，東亞地區受惠於較強勁的外部需求，增長動力保持穩定。儘管如此，區內前景面臨多重阻力。一方面，若美國增長遜於預期，可能會導致區內出口復甦受阻；另一方面，近期信貸增長加速及證券資金再度流入持續推高資產估值，亦令區內經濟體受到衝擊的風險上升，在保護主義情緒升溫及朝鮮半島地緣政治緊張的背景下尤其如此。

中國內地方面，2017年上半年增長動力進一步改善。雖然短期增長前景仍然樂觀，但亦取決於當局如何在支持經濟及防範系統性風險之間取得平衡。於報告期內，內地當局加強了遏制房地產市場投機活動的措施，並推進金融及企業去槓桿。外部方面，資金外流壓力隨經濟狀況改善而減緩，但全球貨幣狀況及市場情緒均存在不明朗因素，仍會對跨境資金流動的短期前景有重要影響。

2.1 外圍環境

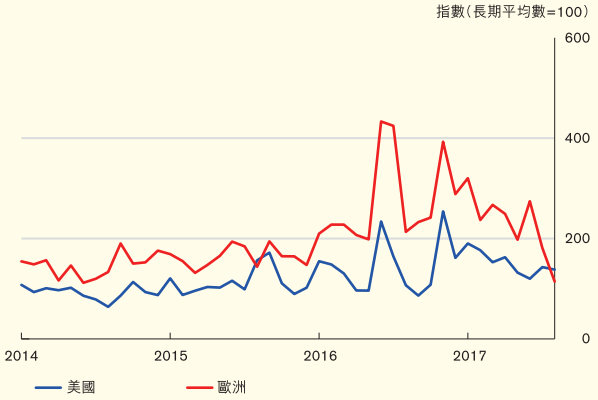
全球經濟增長自2016年下半年以來出現週期性反彈，全球貿易及工業生產有所回升（圖2.1）。此前，美國增速超過其他先進經濟體令全球經濟復甦步伐不均，但隨着日本及歐元區增長加快，復甦步伐已趨於一致。支持全球經濟改善的另一原因，是美國及歐洲的政治及政策不明朗因素自2017年初以來逐步消減，這部分反映於歐洲大選前夕對民粹主義及反建制情緒抬頭的憂慮有所緩和（圖2.2）。在主要先進經濟體之外，新興市場經濟體受惠於全球貿易增長加快及美元轉弱，宏觀經濟狀況好轉。美元走軟部分是由於市場對美國短期內推出財政刺激措施的預期減低，導致美國通脹預期下降及加息前景受壓（圖2.3），且市場預期歐洲央行將減少購買資產，有利於歐元匯率而不利於美元。儘管美聯儲於2017年上半年兩度加息，但上述發展有助新興市場經濟體免受資金外流壓力。國際貨幣基金組織於7月預測全球產出增長將由2016年的估計3.2%加快至2017年的3.5%。

圖2.1
全球貿易及工業生產



註：所示數字為3個月移動平均數。
資料來源：荷蘭經濟政策分析局(CPB)。

圖2.2
美國及歐洲的政策不確定性指數



資料來源：Economic Policy Uncertainty。

圖2.3
美元指數及市場的美國通脹預期

資料來源：彭博及聖路易斯聯邦儲備銀行。

全球經濟狀況近期有所改善，且市場預期美國利率低企，推動環球股市延續美國總統選舉後的升勢，標普500指數於2017年8月創下歷史新高。因此，儘管股票市場近期在美國與北韓之間的地緣政治緊張局勢升級的背景下有所調整，但估值仍然攀至高位。事實上，最新經週期性調整的標普500指數市盈率已經超過全球金融危機前的高位，並接近1929年股災前夕的水平(圖2.4)。

圖2.4
經週期性調整的標普500市盈率

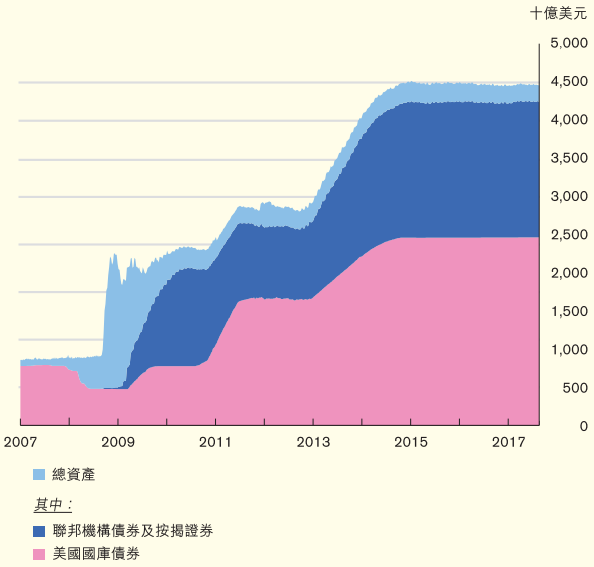
註： 經週期性調整的市盈率以標普500價格除以過往10年的平均經通脹調整的盈利計算。

資料來源：Multpl.com。

儘管目前全球宏觀經濟及金融市場環境良好，但美國在兩方面的主要發展，即經濟擴張出現步入晚週期階段的跡象，以及美聯儲即將實施資產負債表正常化，均會對全球經濟前景及金融市場穩定構成下行風險。部份由於一次性因素(如流動電話服務及二手車輛的價格急跌)，美國的按年核心消費物價通脹率由第1季的2.2%跌至第2季的1.8%。同時，受惠於消費者開支回升及去庫存拖累減少，按季以年率計的實質國內生產總值增長率由第1季的1.2%加快至第2季的3.0%。雖然溫和通脹及穩健增長普遍見於中前期經濟復甦期間，但其他經濟環節情況卻反映經濟擴張已進入較後期的階段。例如，近期美國國庫債券收益率曲線趨於平坦和企業債券息差收窄至低位，與經濟擴張處於晚週期階段所觀察到的金融狀況相類似。另一方面，勞工市場狀況日益趨緊(失業率於8月降至4.4%，低於美聯儲估計的4.6%的自然失業率)，亦顯示經濟擴張已步入晚週期的階段。專題1透過使用一種稱為聚類分析的統計分類方法，研究各種經濟指標在經濟週期不同階段的表現，評估美國經濟所處的最新經濟週期階段。

另一項重要發展是美聯儲計劃於短期推行資產負債表正常化。隨著美國聯邦公開市場委員會於6月舉行會議，美聯儲發表縮減資產負債表規模的詳細策略，逐步提高持有證券本金不再進行再投資的限額。具體而言，美聯儲預計最終每月不再進行再投資的本金限額將為300億美元（就國庫債券而言）及200億美元（就聯邦機構債券及按揭證券而言）。美聯儲主席耶倫於7月向國會提交半年度貨幣政策報告時表示，美國聯邦公開市場委員會預計儲備結餘長遠將會「明顯低於現行水平，但高於金融危機前的水平」（圖2.5）。鑑於縮減資產負債表的步伐緩慢，長期債券收益率的升幅應會溫和。然而，此舉對美國國庫債券市場的影響及其對美國及國際金融狀況的溢出效應仍有待觀察。

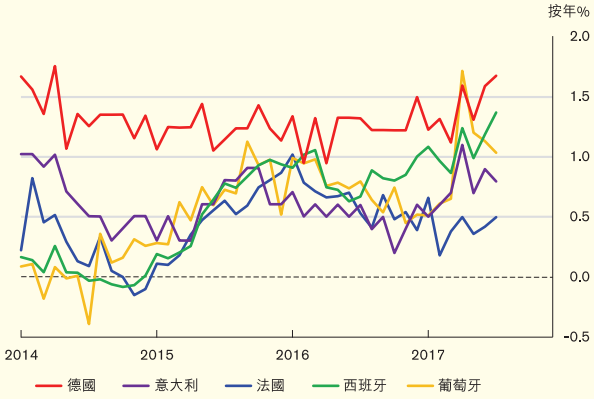
圖2.5
美聯儲的資產負債表規模



資料來源：CEIC。

於美國以外，其他主要先進經濟體的貨幣政策前景亦仍不明朗。歐元區方面，國內需求及出口推動經濟全面復甦，實質國內生產總值於2017年第2季按季增長0.6%，高於前一季0.5%的增幅。勞工市場閒置情況持續減少，失業率於7月微跌至9.1%，創下2009年2月以來的新低。同時，繼親歐候選人馬克龍於5月當選法國總統後，選舉前關於疑歐情緒抬頭的憂慮有所紓緩，政局因而趨於穩定。然而，儘管增長動力加強，但成員國的通脹仍然低迷，遠低於歐洲央行2%的目標（圖2.6），部分原因是勞工市場的閒置情況仍然顯著，導致工資增長疲軟。在增長動力逐漸加強但通脹低於目標水平的情況下，歐洲央行在未來制定貨幣政策時或需要更審慎地作出平衡。

圖2.6
歐元區部分成員國的核心消費物價通脹率

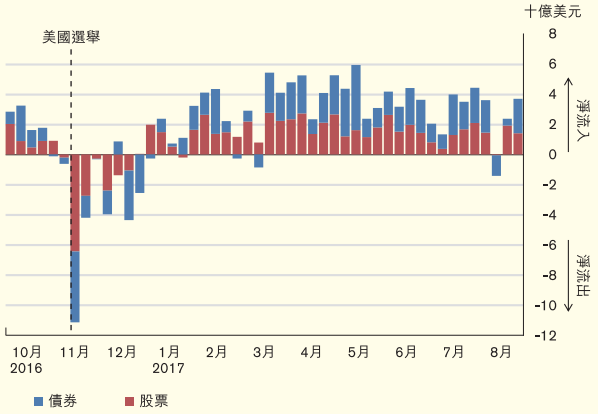


資料來源：Datastream。

日本方面，經濟前景亦有所改善，實質國內生產總值在私人消費及公共開支增長的支持下連續六個季度錄得增長，於2017年第2季按季穩健增長0.6%。此外，經濟及勞工市場閒置情況持續減少。根據日本央行的估計，產出缺口已消除，而失業率於7月跌至23年低位的2.8%。然而，兼職員工比例持續增加的二元勞動市場問題或會抑制工資增長，為日本央行實現2%的通脹目標帶來挑戰。

就全球其他地區而言，尤其是新興市場經濟體，全球經濟活動同步改善、以及美元於總統選舉後的強勢在近期有所減弱，均有望在短期內繼續提供有利的宏觀經濟環境。事實上，雖然美聯儲於2017年上半年兩度加息，但新興市場經濟體繼續錄得資金流入（圖2.7），部分反映投資者對經濟前景持樂觀態度。儘管如此，如上文所述，在美聯儲資產負債表正常化導致全球金融狀況收緊的風險影響下，新興市場經濟體於日後面臨的資金流逆轉風險或會增加。

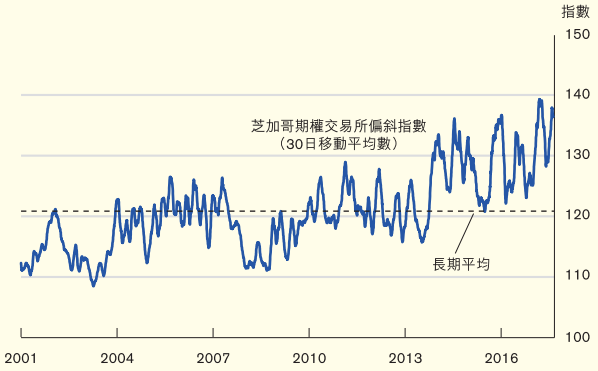
圖 2.7
流入新興市場經濟體的資金



資料來源：EPFR。

此外，儘管先進經濟體的經濟政策和政治風險有所緩和，但地緣政治緊張局勢最近卻有所升級。特別是北韓與美國之間的緊張局勢升溫，可能會令亞洲和全球的經濟前景蒙上陰霾。雖然目前爆發軍事衝突的風險仍然甚低，但卻不可排除其可能性。與此同時，美方對中方貿易手法展開調查，可能會激發保護主義情緒，為剛起步的全球貿易復甦帶來下行風險。在地緣政治緊張局勢加劇的情況下，市場對尾端風險的預期近期已顯著上升，並超越長期平均水平（圖 2.8）。

圖 2.8
芝加哥期權交易所偏斜指數



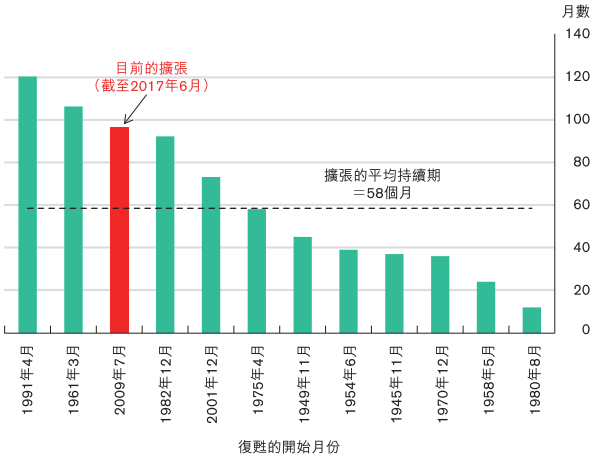
註： 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算，用於衡量市場對尾端風險的觀感，數值越高反映市場預期尾端事件發生的風險越高。
資料來源：彭博。

專題1
利用聚類分析識別美國經濟週期的最新階段

引言

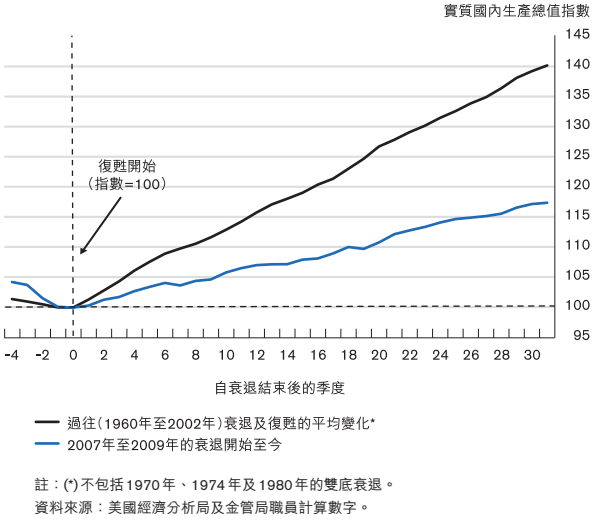
根據美國國家經濟研究局(NBER)的判斷，美國經濟自2009年6月以來持續擴張，是自二戰結束以來第三長的復甦(圖B1.1)，但復甦程度遠遠不如過往的經濟擴張(圖B1.2)。然而，儘管較長時間的擴張並不一定代表即將步入衰退，但仍令人憂慮美國的擴張可能已經步入晚週期階段。

圖B1.1
二戰結束後美國經濟復甦的持續期



資料來源：NBER。

圖B1.2
衰退結束後實質國內生產總值的變化



註：(*)不包括1970年、1974年及1980年的雙底衰退。
資料來源：美國經濟分析局及金管局職員計算數字。

決定美國經濟是否處於晚週期的擴張階段是一項重要課題。若情況確實如此，目前建基於樂觀盈利預期的高昂美國股市估值或會受到懷疑。步入晚週期階段的擴張亦可對美國貨幣政策正常化的未來步伐帶來深遠影響。

為識別美國所處經濟週期的最新階段，本分析採用一種稱為「k-中值聚類」的統計分類方法，將1960年後的期間劃分為四個截然不同的類別，而這些類別分別對應經濟週期的四個不同階段：(1)早期擴張、(2)中期擴張、(3)晚期擴張及(4)衰退。然後，我們基於分類結果，分別計算這四個階段的平均持續期，以預計美國經濟目前所處的階段將會持續多久，方會過渡至下一個階段。

利用k-中值聚類方法識別美國經濟週期的各個階段

概念上，「k-中值聚類」是一種統計分類方法，藉此將一組未經分類的數據劃分為指定數目的組別或聚類(k)。根據這種方法，與處於其他聚類的觀察值相比，同一個聚類的觀察值相互間會較「相似」(就特定計量指標而言，而這個指標通常是歐氏距離(Euclidean distance))。

根據Theis及Weihs (2000)以及Dawsey (2014)的方法，我們運用k-中值聚類於1960年1月至2017年3月期間的20項美國經濟指標，以將這段期間劃分為四個可與經濟週期的四個階段相關連的聚類。這20個指標(如表B1.A所列)與美國經濟的五個關鍵層面相關，我們假設這些指標共同決定美國經濟所處的週期階段。

這四個透過採用k-中值聚類方法獲取的聚類本身並無任何經濟意義。然而，基於它們與NBER界定的衰退在時間上的接近程度，它們可與早期擴張、中期擴張、晚期擴張及衰退的概念掛鈎。具體而言，包含緊接NBER界定的衰退之前、期間或之後的觀察值的聚類，可視為分別代表晚週期擴張、衰退及早期擴張，而餘下橫跨早期及晚期擴張階段的聚類，則可視為代表中期擴張。

表B1.A
聚類分析所採用的經濟指標

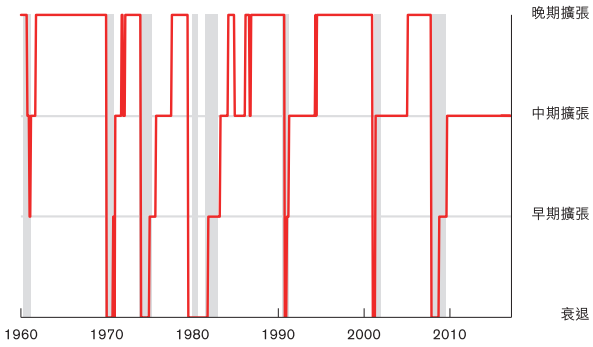
美國經濟層面	經濟指標
金融狀況	• 國庫債券收益率曲線斜率（10年期與3個月期國庫債券收益率之間的差異） • 實際聯邦基金利率的12個月變化 • 標普500指標的實質每月波幅 • Baa評級及Aaa評級的美國企業債券收益率差距 • 實質工商業貸款的12個月變化
勞工市場狀況	• 就業缺口（如Erceg及Levin (2013)所界定者） • 失業率 • 製造業平均每周工時 • 實際平均每小時收入*
增長	• 實質國內生產總值的12個月變化 • 實際與潛在實質國內生產總值增長的差異 • ISM製造業採購經理指數 • 工業生產的12個月變化
通脹	• 核心消費物價通脹指數* • 單位勞工成本指數* • 國內生產總值平減指數的12個月變化 • 商品及服務進口價格的12個月變化
經濟狀況	• 工業使用率 • 製造庫存與發貨比率* • 企業利潤

註：所有數據序列均予以標準化，以令其均值為零且標準差為1。季度數字採用插值法換算為月度數字。以(*)標示的指標於標準化之前採用Hodrick-Prescott過濾器作去趨勢化處理。

結果及討論

k-中值聚類的分類結果如圖B1.3所示。該圖顯示基於模型得出的美國經濟週期時序表（1960年1月至2017年3月）。我們的結果大致合理，只未能捕捉自1960年以來的NBER界定的其中一次衰退，其餘的全都涵蓋在內，並大致上呈現美國經濟由衰退到擴張的前中後三個階段的平穩過渡（僅1980年代中期的結果相對波動）。基於該模型的結果，於樣本期末（即2017年3月），美國經濟仍可被分類為處於擴張的中期階段。

圖B1.3
基於k-中值聚類的美國經濟週期時序表



註：灰色陰影所示期間為NBER所界定的衰退期。
資料來源：NBER及金管局職員計算數字。

接着我們利用部分可獲得的2017年第2季數據，對最近期美國經濟狀況進行樣本外分類[1]。為此，我們計算四個聚類的中心點，然後對最近期數據向量及四個中心點之間的歐氏距離進行比較，若距離較短，則表示更密切匹配[2]。結果（表B1.B）顯示，基於第2季的部分可獲得的數據，美國經濟已過渡至擴張的晚週期階段。

表B1.B
最近期觀察值的向量與4個聚類的中心點的距離

	衰退	早期	中期	晚週期
金融狀況	2.3	3.8	1.6	1.3
勞工市場狀況	2.4	4.1	2.3	1.0
增長	1.8	3.6	0.4	0.9
通脹	3.5	3.4	0.7	0.8
經濟狀況	1.3	3.1	0.7	1.5
整體	5.3	8.1	3.0	2.6

註：以綠色標示的欄位指與最近期觀察值最密切匹配。
資料來源：金管局職員計算數字。

1 聚類分析算法中不可存在漏失值。

2 於本專題，一個中心點是一個聚類中的20項經濟數據序列的個別均值的20維度向量。聚類(x)中心點與數據向量(y)之間的歐氏距離按以下公式釐定：

$$dist(x,y)=\sqrt{\sum_{i=1}^{20}(x_i-y_i)^2}$$

五個子集各自的中心點與最近期數據向量的距離採用類似的計算方法。

分類結果與直覺大致吻合。就金融狀況而言，國庫債券收益率曲線於近期趨平、股市波幅低企，以及企業債券息差收窄至低位，均是晚週期擴張的常見指標。與此同時，勞工市場狀況逐漸收緊（失業率於8月份降至4.4%，低於美聯儲估計的4.6%的自然失業率），以及實際工資增長高於平均水平，均顯示就業週期現正處於晚週期的擴張階段。另一方面，相較過往的復甦，國內生產總值增長不尋常地偏弱，加上通脹步伐放緩及工業使用率低於平均水平，均令該模型將最近期的增長、通脹及經濟狀況子週期分類為中期擴張。綜合考慮20個經濟指標，其最新數值最接近代表晚週期擴張階段的聚類。

在其後的步驟中，我們根據分類結果計算經濟週期四個階段的過往平均持續期（表B1.C）。尤其值得注意的是，美國的晚週期擴張階段平均而言通常持續4年，大致介乎2至8年不等。這些結果顯示，儘管現時的美國經濟擴張有可能剛剛步入晚週期階段，但相信仍可持續一段時間，方會過渡至衰退。

表B1.C
四個經濟週期階段以往的持續期（以年為單位）的摘要數據

	衰退	早期	中期	週期末
平均持續期	0.9	0.8	3.0	4.2
持續期	0.3 – 2.3	0.2 – 1.8	0.6 – 7.6	1.8 – 8.3

資料來源：金管局職員計算數字。

方法的局限

作為一種統計方法，聚類算法完全依賴過去數據的模式來對目前的觀察值作分類。然而，由於美國經濟自全球金融危機以來出現結構性變化，經濟指標的表現或會有別於過去，因而引起錯誤分類的風險。尤其是預示金融週期已達晚期的最新訊號乃基於收益率曲線趨平這一情況而推斷得出，但該種情況可能僅是美聯儲推行量化寬鬆政策所致的扭曲，並有可能在美聯儲展開資產負債表正常化後逆轉。此外，倘若在全球金融危機過後勞工參與率顯著下降的情況僅屬暫時性，則有可能暗示勞工市場閒置的程度超出預期，自然失業率因而被高估。這些可能性有可能會令現時的擴張較過往所錄得的擴張持續更久，並反映應將其分類為中期而非晚週期階段。

結論

總括而言，我們的實證結果顯示，美國經濟剛剛過渡至擴張的晚週期階段，但基於過往經驗，預期這個擴張階段應可持續一段時間。不過，由於美國經濟自全球金融危機以來出現結構性變化，有可能令目前的擴張較以往更長，加上聚類分析依賴過去數據的特性，或會導致出現錯誤的分類結果。

參考文獻

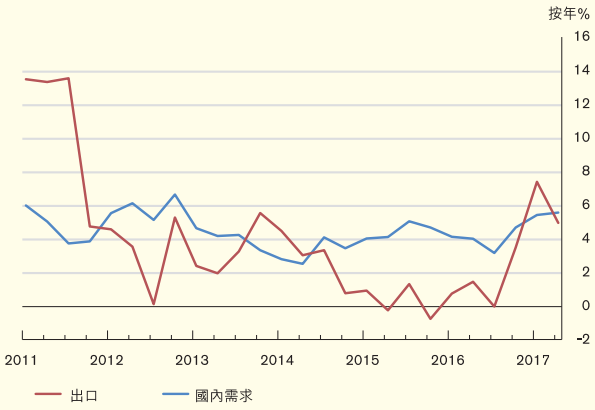
Dawsey, K. (2014)，「Don't call the expansion old」，高盛客戶札記。

Erceg, C. J., & Levin, A. T. (2013)，「Labor force participation and monetary policy in the wake of the great recession」，《IMF Working Paper》第13/245號。

Theis, W. & Weihs, C. (2000)，「Clustering techniques for the detection of business cycles」，《Classification and Information Processing at the Turn of the Millennium》（第127至134頁）。Springer, Berlin, Heidelberg。

東亞方面[3]，承接自2016年年底以來的增長勢頭，實體經濟表現在2017年上半年維持平穩。先進經濟體和中國內地的需求較預期強勁，令對外貿易成為區內經濟增長的主要動力（圖2.9）。自2016年年底以來，南韓、新加坡及台灣等較依賴貿易的區內經濟體的貨物出口顯著回升，而印尼及馬來西亞等商品出口國亦受惠於全球需求改善。

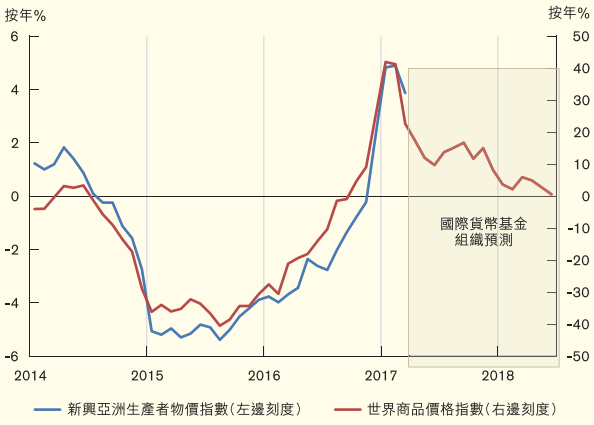
圖2.9
東亞：本地需求及出口



註： 上圖顯示印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國的本地需求及出口從國民經濟會計角度計量的加權平均增長。
資料來源：CEIC及國際貨幣基金組織。

與此同時，最近數月，關於區內通脹壓力回升的擔憂稍為舒緩。平穩的食品及石油等全球商品價格減輕了通脹升溫的壓力。事實上，由於商品通脹放緩，區內生產者物價指數自2015年年底以來的強勁升勢有可能已於2017年年初見頂（圖2.10）。此外，區內各經濟體的本地需求較為溫和，因此估計短期難以推動通脹。

圖2.10
東亞：生產者物價指數及商品價格



註： 上圖顯示印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國的生產者物價通脹的簡單平均值。
資料來源：CEIC及國際貨幣基金組織。

受惠於實體經濟活動持續改善，區內金融市場於最近數月普遍表現正面。自今年年初以來，區內貨幣兌美元普遍走強，而彭博亞元指數於2017年首八個月上升4.9%。此外，區內的股票價格自今年第2季以來大幅上升，而按市盈率計算，MSCI亞洲（日本除外）指數的估值於過去數月顯著上升（圖2.11）。與此同時，自第2季以來，投資資金再度流入區內，令東亞經濟體的主權債券收益率維持於低位。

圖2.11
MSCI亞洲（日本除外）市盈率

資料來源：彭博。

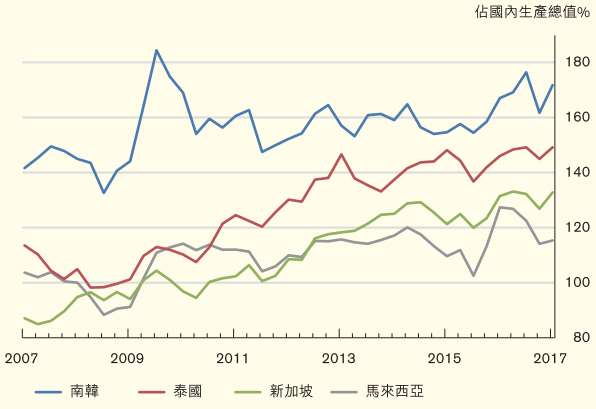
[3] 東亞經濟體指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

儘管實體經濟及金融市場於近期表現樂觀，但東亞經濟體仍面臨多重阻力：

– 首先，在貿易方面，由於近期美國政府計劃對中國內地施加貿易限制，市場對中美兩國爆發貿易戰的憂慮加劇。在區內貿易高度一體化的背景下，若中美貿易關係惡化，可能會對其他東亞經濟體產生重大負面影響。此外，美國最近數月的經濟表現遜於預期，亦可能會阻礙區內的出口復甦。

– 其次，本地方面，於2015年至2016年短暫去槓桿後，區內多個經濟體的私營部門信貸增長近期有所回升，未償還私人信貸總額反彈至相對高位（圖2.12）。在此背景下，若金融狀況收緊，將會對負債沉重的公司和個人的償債能力構成壓力。在此情況下，鑑於過去數年信貸增長一直支持區內的需求，若金融緊縮觸發去槓桿，可能會拖累亞洲區內各經濟體的增長。

圖2.12
東亞：私營部門信貸



資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

– 第三，金融市場方面，雖然區內的金融資產估值仍相對吸引並繼續拉動更多資金流入，但若估值進一步上升，其與先進經濟體之間的差距將會收窄，從而令資金逆流及價格調整的風險上升。

除上述挑戰外，近期朝鮮半島地緣政治緊張局勢升級，亦令區內的穩定性面臨更大的不明朗因素。若發生任何末端風險事件，包括軍事衝突，由此帶來的衝擊可能會導致區內的經濟及金融市場急劇動盪。

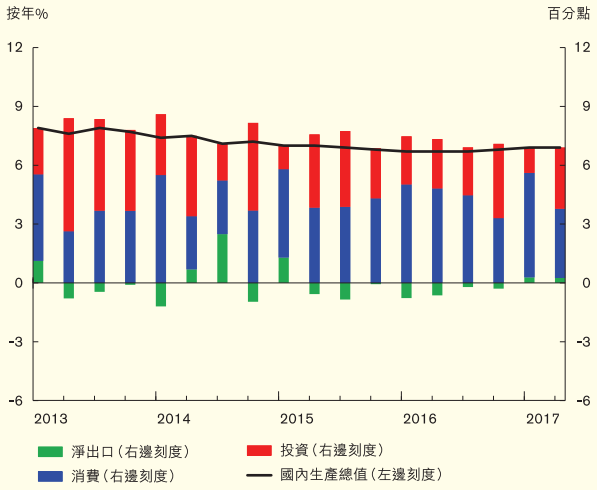
展望未來，考慮到未來面臨諸多挑戰，加上通脹壓力尚不明顯，區內大部分央行可能在近期維持利率不變，保持寬鬆的貨幣政策立場以促進增長。

2.2 中國內地

實體經濟

2017年上半年，在消費維持穩健、投資增長反彈及出口表現改善的情況下，中國內地的增長動力進一步回升。特別是實質國內生產總值按年增長率由2016年第4季的6.8%，上升至2017年首兩個季度的6.9%（圖2.13）。

圖2.13
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻

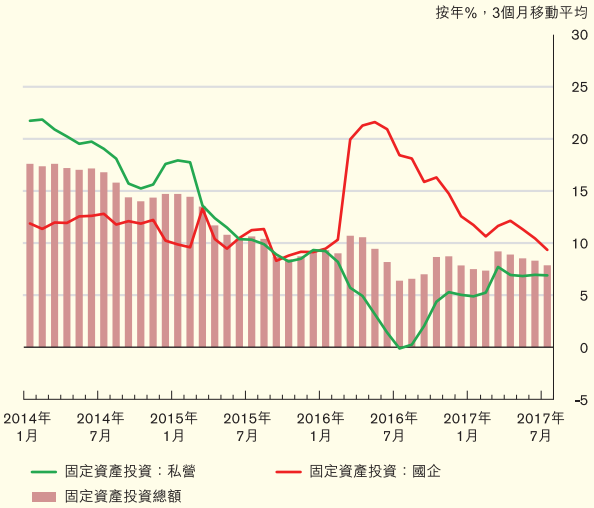


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

在國內生產總值的主要組成部分中，由於勞工市場情況穩健，居民收入加速增長，2017年上半年消費仍然是增長的主要推動因素。特別是，實質人均可支配

收入按年增長率由2016年的6.3%加速至2017年上半年的7.3%。相比之下，自2017年初以來，樓市市道暢旺，加上基建支出保持穩健，帶動私人投資反彈，因此投資對國內生產總值的貢獻於期內有所上升（圖2.14）。由於外部需求增加，出口增長的幅度超過進口增長，淨出口的貢獻於2017年上半年轉為正數。

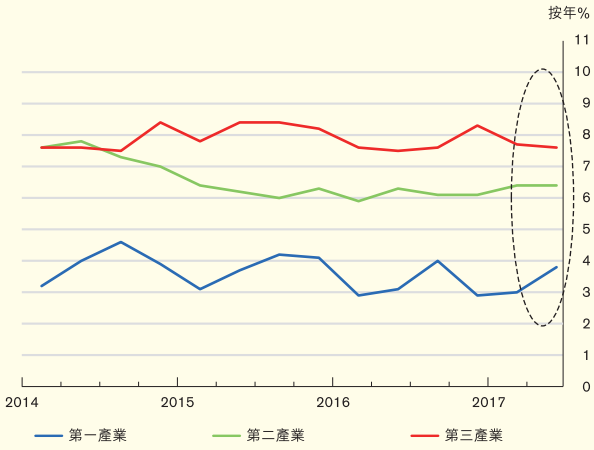
圖2.14
中國內地：按企業類別劃分的固定資產投資



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

以增加值計算，第三產業在2017年上半年增長放緩（圖2.15）。於主要服務行業中，房地產及金融業增長放緩，可能是由於當局採取審慎措施，以遏制房地產市場及金融系統的風險。但運輸及倉儲業、批發及零售業與住宿及餐飲業則錄得較快增長。相比之下，在國內外需求改善的情況下，工業活動較先前活躍，促使第二產業增長在2017年上半年加快。由於第三產業增長速度持續較其他產業為快，第三產業佔國內生產總值的比例由2016年的51.6%進一步上升至2017年上半年的54.1%。

圖2.15
中國內地：按行業類別劃分的國內生產總值增長



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

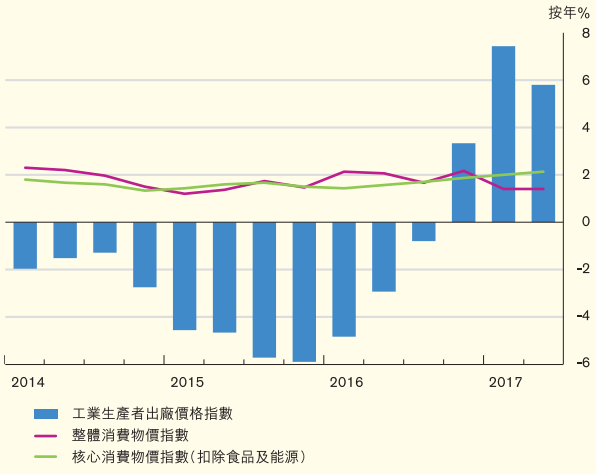
內地經濟的短期增長前景仍為正面。外圍方面，先進經濟體進一步改善，可望繼續支持出口表現。國內方面，經濟環境穩定及營商信心恢復，均應能為私人投資提供支持。與此同時，勞工市場情況緊張，居民收入增長穩健，亦應有利於私人消費。

然而，未來前景亦取決於當局如何在支持經濟及防止金融風險增加之間取得平衡。報告期內，由於樓價快速上升，當局針對樓價上升推行進一步收緊措施，並推動金融去槓桿，以應對銀行對資產負債表外活動的敞口風險增加的情況。與此同時，政府亦將增長目標從2016年的6.5%至7%調整為2017年的6.5%左右。最近幾個季度的經濟表現較預期為佳，可能為當局提供更多空間推行房地產市場收緊措施及金融去槓桿，但這些舉措可能會透過投資渠道對增長構成壓力。最新的共識預測顯示，市場分析員預期2017年實質國內生產總值增長將為6.7%，略高於政府訂立的6.5%左右的目標。

雖然整體經濟情況持續改善，但報告期內消費物價通脹仍較為溫和。由於食品價格下滑，按年計的整體消費物價通脹由2016年第4季的2.2%下降至2017年上半年的平均1.4%（圖2.16）。然而，按年計的核心通脹（扣除食品及能源價格）於期內由1.9%稍升至2.1%，原因是服務價格錄得較快增長。在批發層面，按年計的工業生產者出廠價格通脹由2月份7.8%的近期峰值降至6月份的5.5%，反映原材料成本等上游價格在第2季度輕微下降。

展望將來，假如增長動力進一步改善，通脹的上行風險短期內仍將持續。然而，當局為遏制系統性風險而實行的收緊政策，可能在一定程度上產生抵銷作用。此外，人民幣匯率亦可能會影響進口價格，進而影響短期通脹前景。

圖2.16
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹



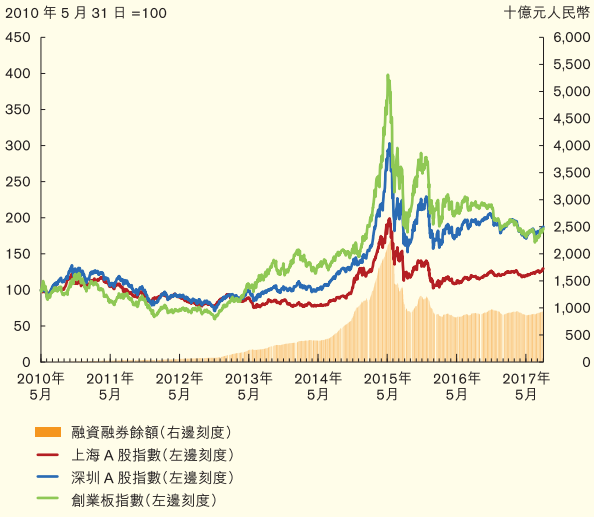
資料來源：國家統計局及金管局職員估計數字。

資產市場

於報告期內，當局為遏制系統性風險而採取的收緊措施，繼續影響着中國內地的資產市場的表現。舉例而言，受金融去槓桿影響，流動性狀況趨緊，內地商品價格因而於今年初一度下跌。然而，其後商品價格反彈，這可能是由於近期的經濟表現較預期為佳，令市場情緒有所改善。

股市方面，投資者情緒保持平穩，槓桿交易活動亦有所減少。流動性狀況收緊似乎抑制了市場的風險胃納，投資者偏好於報告期內更多的從追求增長轉向價值投資。因此，上海證交所大型股的股價緩慢上升，但深圳證交所高估值小型股的股價反而持續下跌，當中尤以創業板最為明顯（圖2.17）。事實上，在政策制訂者宣布設立金融穩定發展委員會以進一步遏制金融風險後，深圳證交所創業板指數隨即於7月17日急挫近5.1%。

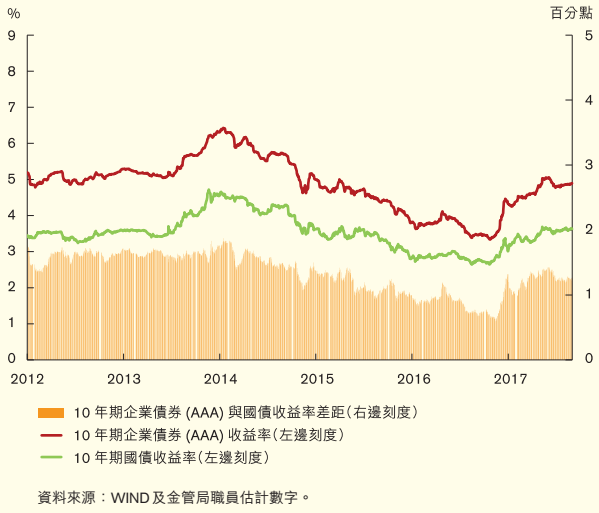
圖2.17
中國內地：主要股市指數



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

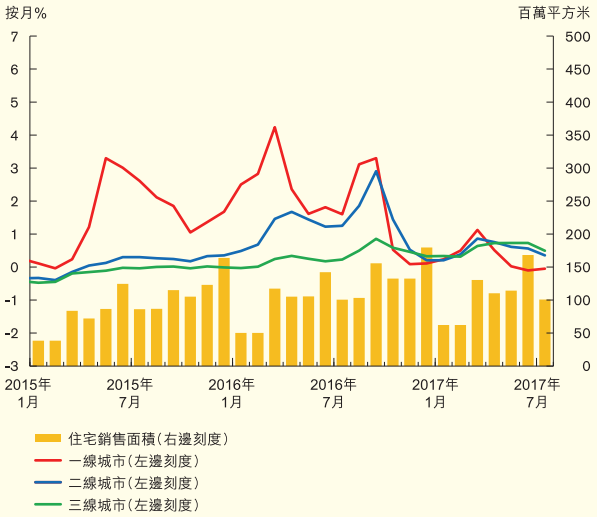
銀行間流動性狀況收緊，亦推高債券市場的發行成本，政府及企業債券收益率於報告期內均有所上升（圖2.18）。儘管企業財務狀況因經濟表現優於預期而有所改善，公司債券與政府債券的收益率差距亦有所擴闊。公司債券收益率差距加大，可能部分反映在此輪銀行信貸收緊中，內地企業對融資的殷切需求，以及投資者的風險胃納受到抑制。

圖2.18
中國內地：10年期企業及政府債券收益率



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

圖2.19
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

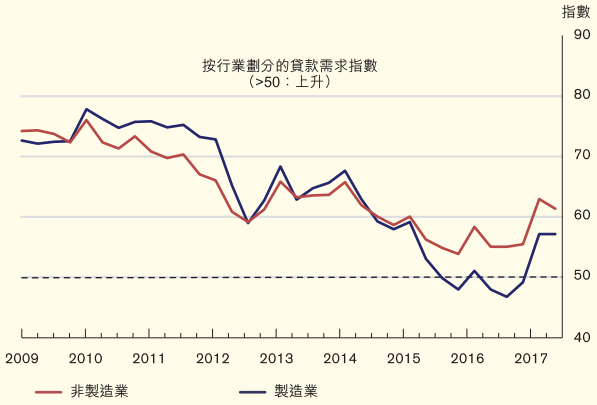
2017年上半年，內地房地產市場依然暢旺，樓價及成交量持續攀升。樓市暢旺，固然能夠在一定程度上為經濟提供支持，但房地產市場長期的亢奮，卻有可能為未來金融系統的穩定性埋下隱憂。有見及此，內地當局進一步加強收緊措施，包括於不同城市提高首付比例要求，並將土地供應與房屋庫存相掛鈎。

因此，樓價的上漲速度在2017年第1季略為加快後，不同等級城市的房地產市場表現出現分歧(圖2.19)。在房地產市場過熱的較高級別城市，隨着成交量減少，樓價環比增幅於近期有所放緩。一線城市的樓價更在7月份連續第2個月錄得按月下跌。相比之下，房屋庫存壓力較大的較低級別城市的樓價增長及成交量於同期內均微幅上升。儘管如此，這一趨勢會否延續，仍然有待觀察。

銀行貸款及資產質素

於回顧期內，隨着經濟活動改善，公司貸款需求亦有所增加。根據人民銀行的季度問卷調查，2017年上半年製造業與非製造業貸款需求均顯著回升(圖2.20)。

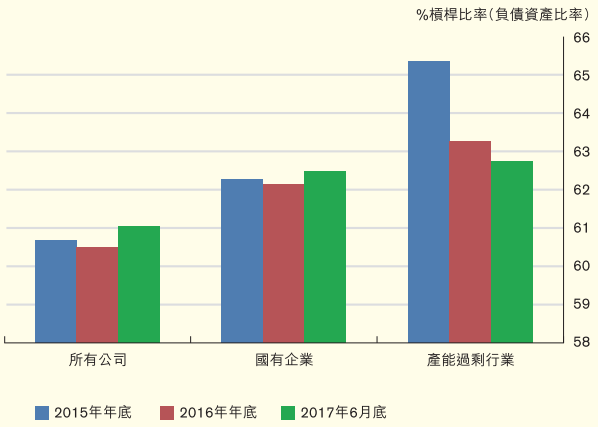
圖2.20
中國內地：按行業劃分的貸款需求指數



資料來源：人民銀行及金管局職員估計數字。

雖然貸款需求有所改善，但由於當局正努力推動企業去槓桿，因此人民幣銀行貸款增長大致維持穩定。特別是銀行繼續對財力較弱的借款人收緊貸款審批標準，例如效率欠佳的國有企業和產能過剩行業的公司。因此，產能過剩行業公司的槓杆於2017年上半年繼續下跌，而國有企業的槓杆則輕微上升(圖2.21)。

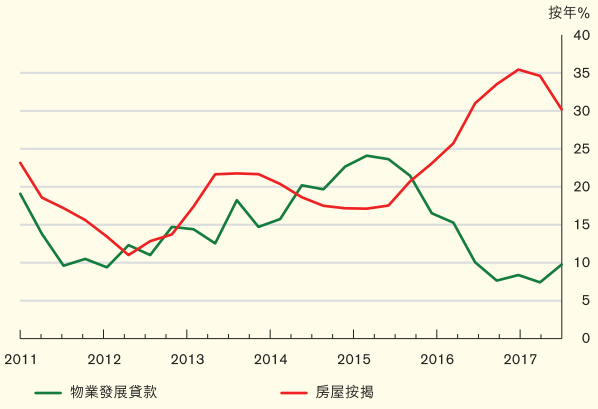
圖2.21
中國內地：企業槓桿：國有企業及產能過剩行業



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

鑑於房地產市場亢奮的相關潛在風險，內地銀行亦收緊房地產發展商的貸款審批標準。因此，發展商貸款的增長保持低企，但仍由2016年底的按年增長8.4%，輕微上升至2017年6月底的9.8%(圖2.22)。

圖2.22
中國內地：物業發展貸款及房屋按揭增長



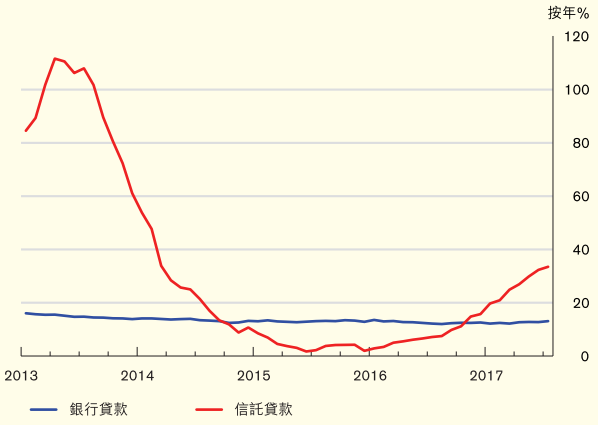
資料來源：人民銀行及金管局職員估計數字。

另一方面，隨着房地產市場的收緊措施推出，按揭貸款增長提速一年多之後在2017年上半年放緩。就目前而言，與按揭貸款快速增長有關的風險仍然可控。特別是由於當局採取宏觀審慎措施(例如收緊首付比例的規定)，內地的個人槓桿水平仍然處在較低水平；6月份，未償還按揭貸款的規模僅相等於家庭存款的約35%。

雖然銀行對房地產市場的直接敞口風險應可控，但由於中國內地房地產市場在以抵押品為本的貸款體系中扮演重要角色，因此銀行透過抵押品渠道對房地產市場承擔的敞口風險不容忽視。專題2透過研究房地產價格通過抵押品渠道對企業借貸的影響，討論銀行對房地產市場的敞口風險。我們的分析顯示，房地產價格變動對公司的債務增長有正向影響，尤其是對小型及非國有企業等財力有限的公司。因此，我們的研究結果顯示，雖然以抵押品為本的借貸可能有助緩解內地小型或私營企業的融資困難，但銀行高度倚賴房地產及土地作為貸款抵押品，亦可能會導致這些公司的負債跟隨房地產市場的週期而波動。

由於銀行貸款收緊可能無法滿足內地公司日益增長的融資需求，近幾個季度影子銀行活動有復甦跡象。其中信託貸款增長由2016年年底按年15.8%上升至2017年7月的33.5%，明顯超過銀行貸款的增長速度(圖2.23)。雖然信託貸款增長率快速攀升，但信託貸款餘額的規模至今仍相對較小。截至2017年7月，信託貸款餘額的規模維持在7.7萬億元人民幣，相當於整體銀行貸款的6.6%。

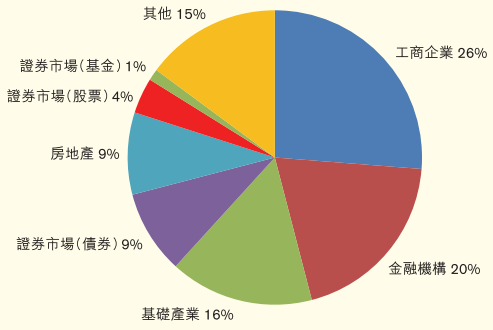
圖 2.23
中國內地：銀行貸款及信託貸款增長



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

雖然有關信託貸款投向的資訊甚少，但信託資金投向明細顯示，截至2017年6月，在信託資金當中，合共約25%投資於較易受衝擊的行業，例如房地產及基礎產業（圖2.24）。儘管如此，鑑於影子銀行產品複雜及欠缺透明度，信託公司可能會透過持有股票、債券及投資基金等金融工具，而在整體上對這些較易受衝擊的行業有更高的敞口風險。

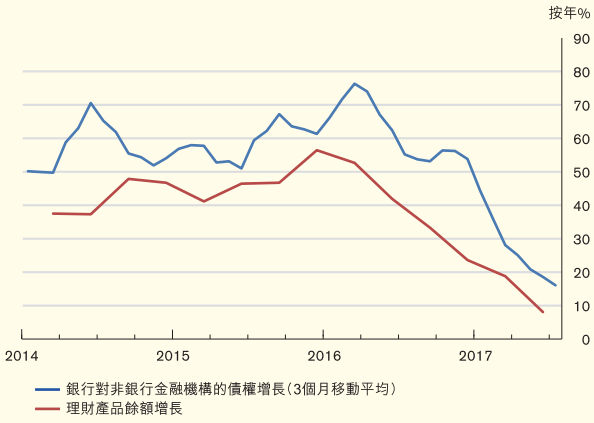
圖 2.24
中國內地：截至2017年6月止按行業劃分的信託基金



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

鑑於影子銀行活動擴大的相關風險，中國銀行業監督管理委員會（中國銀監會）加大銀行同業市場上銀行對非銀行金融機構借貸的監管力度，原因是這些借貸被視為影子銀行活動的一個重要資金來源。因此，銀行對非銀行金融機構的債權增長在2017年上半年顯著回落（圖2.25）。此外，自2017年第1季以來，內地當局亦開始將表外理財產品納入內地銀行的宏觀審慎評估，令理財產品（影子銀行活動的另一個重要資金來源）的規模增長亦進一步放緩。

圖 2.25
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權及理財產品餘額

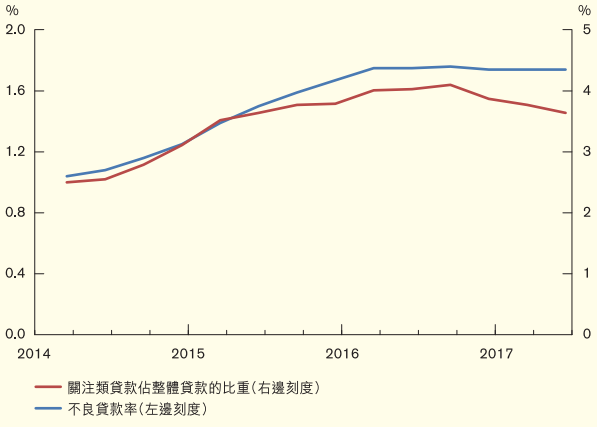


資料來源：CEIC、WIND及金管局職員估計數字。

除了推行收緊措施外，內地亦於今年7月份的全國金融工作會議上宣佈成立金融穩定發展委員會。新委員會的設立顯示當局銳意繼續深化金融改革及制定協同監管框架，以更有效地遏制金融風險，特別是與企業槓桿及地方政府債務相關的金融風險。

由於內地公司的營商環境及財政狀況好轉，以及貸款審批標準的收緊，於報告期內，內地銀行的資產質素呈現改善跡象。2017年第2季的不良貸款率維持穩定，處於1.74%的較低水平，而關注類貸款佔整體貸款的比重則由2016年年底的約3.9%進一步下降至約3.6%（圖2.26）。

圖2.26
中國內地：不良貸款率及關注類貸款佔整體貸款的比例

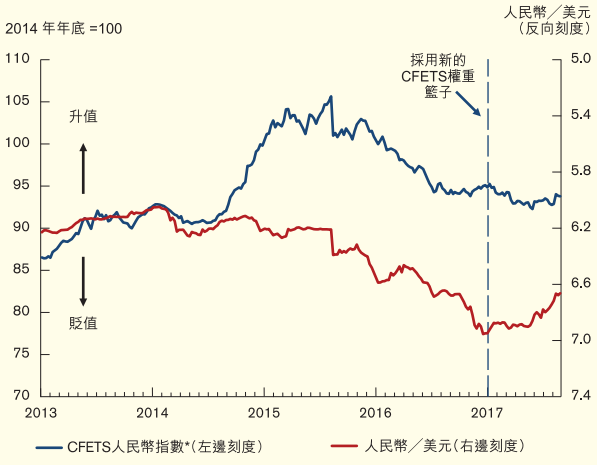


資料來源：中國銀監會及金管局職員估計數字。

匯率及跨境資本流動

經濟狀況及市場情緒改善，加上美元轉弱，令近期人民幣兌美元匯率趨強。特別是在2017年3月至8月期間，人民幣兌美元升值4.1%(圖2.27)。相比之下，作為反映人民幣兌一籃子貨幣貿易加權變動情況的中國外匯交易中心(CFETS)人民幣指數，於報告期內輕微下跌0.1%。

圖2.27
中國內地：CFETS人民幣指數及人民幣兌美元匯率

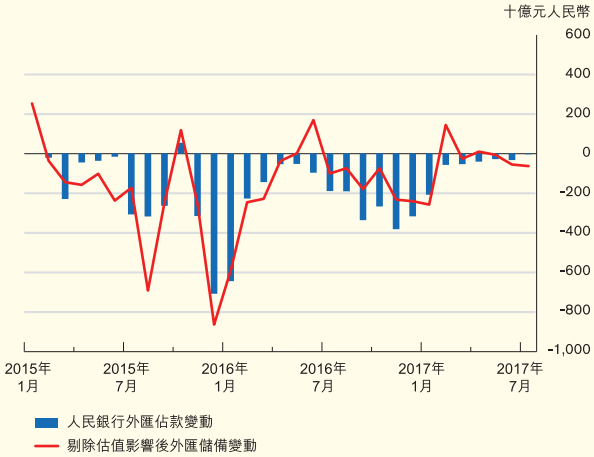


* 2015年12月之前的指數根據CFETS人民幣籃子的權重估計。
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

CFETS人民幣指數近期企穩，部分亦是由於人民幣定價構成公式的完善。當局宣佈，已於5月份在人民幣中間價報價模型中引入逆週期因子，以抵銷因外匯市場的市場情緒及羊群效應而造成的人民幣匯率順週期變動，從而更好地保持人民幣兌一籃子貨幣的匯率基本穩定。

資金外流壓力隨市場情緒改善而減緩。人民銀行外匯佔款及剔除估值影響後中國內地外匯儲備的跌幅自2017年年初以來已顯著收窄(圖2.28)。因此，7月份中國內地的外匯儲備已連續6個月企穩於3萬億美元以上水平。

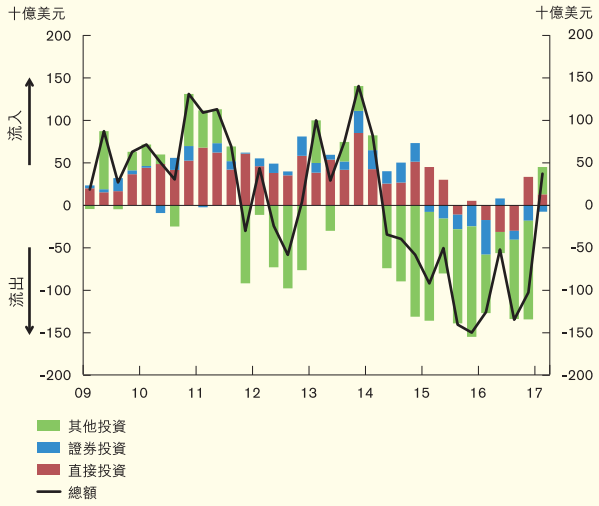
圖2.28
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

國際收支平衡最新統計資料亦顯示資本外流壓力減少，其中跨境資本流動於2017年第1季錄得淨流入，自2014年第1季以來尚屬首次。淨跨境資本流動的逆轉主要是受2017年第1季以其他投資形式的資本外流轉向推動所致(圖2.29)。特別是非本地居民貿易信貸還款增加，令第1季貿易信貸錄得季節性淨流入。同時，隨着在岸信貸市場流動性狀況收緊，內地銀行及企業的對外借款亦於期內錄得增長。

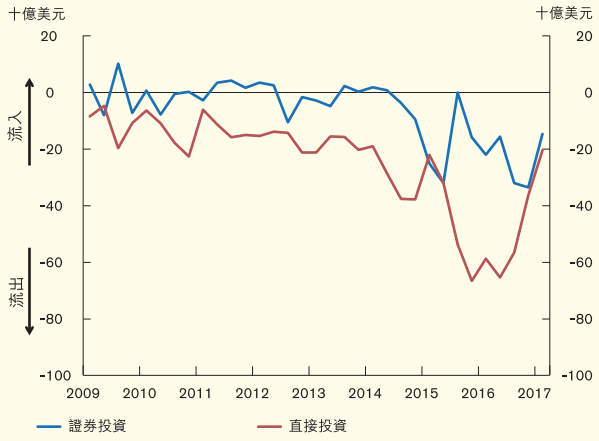
圖2.29
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資本流動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

內地居民以直接投資及證券投資形式進行的海外資產配置近期顯著回落，亦令資本外流壓力減少（圖2.30）。儘管如此，由於跨境資本流動並不穩定，我們仍需在更長的時間內加以觀察，方可確定直接投資及證券投資的最新發展。

圖2.30
中國內地：透過證券及直接投資渠道的跨境資本流動：資產方



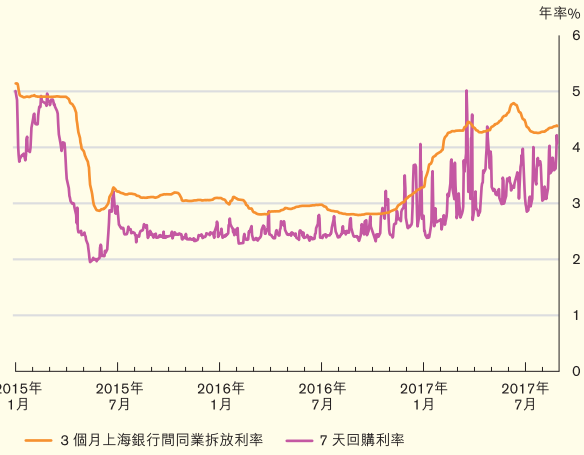
資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

展望未來，債券通的推出及A股被納入MSCI新興市場指數，可能會促使更多資本透過證券投資渠道流入。然而，主要經濟體的貨幣狀況及全球市場情緒仍存在不明朗因素，可能會對跨境資本流動的近期前景產生較大的影響。長期而言，經常帳盈餘及強勁的經濟及生產力增長將繼續為人民幣匯率提供支持。

財政及貨幣政策

貨幣政策方面，於報告期內，中國人民銀行一方面維持穩健中性的政策立場，另一方面收緊銀行間流動性，以應對銀行體系有所增加的風險，特別是銀行對非銀行金融機構的敞口風險。因此，回購利率及上海銀行間同業拆放利率在2017年均有所上升（圖2.31），而非銀行金融機構的銀行間融資成本升幅較大。

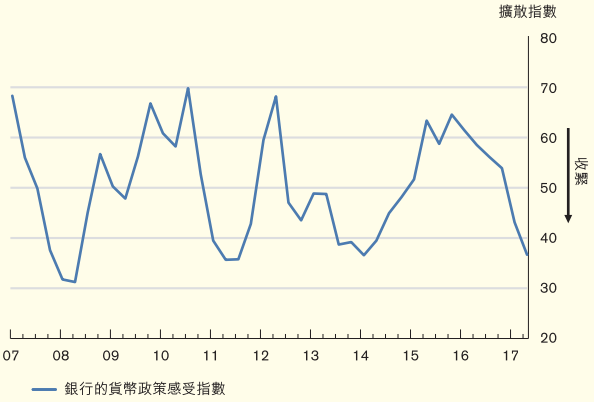
圖2.31
中國內地：7天回購利率和3個月上海銀行間同業拆放利率



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

雖然中國人民銀行已採取如中期借貸便利等定向措施，以支持金融機構的融資需求，同時亦維持基準貸款及存款利率不變，但銀行間融資成本的上升似乎已經傳導至最終使用者。特別是非金融企業及其他部門貸款加權平均利率從2016年第4季的約5.3%，上升至2017年第2季的約5.7%。因此，根據中國人民銀行編製的貨幣政策感受指數，更多銀行認為貨幣政策在2017年首兩個季度有所收緊（圖2.32）。

圖2.32
中國內地：銀行的貨幣政策感受指數



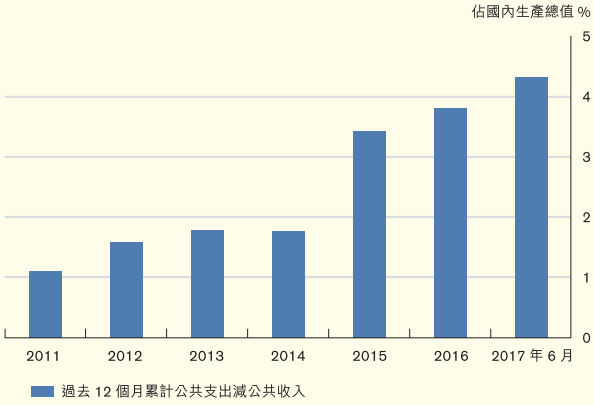
資料來源：CEIC。

財政政策方面，當局繼續採取更積極的政策立場。特別是為了促進私人支出，政府於6月份宣佈進一步減少企業稅費2,830億元人民幣。此前，政府在今年初已推出措施減少企業稅費達7,180億元人民幣。

支出方面，為促進地方基建投資，當局鼓勵私營資本參與地方基建項目。例如政府和社會資本合作計劃入庫項目規模於2017年第2季按年顯著增長54.3%至16.4萬億元人民幣。相比之下，簽約落地項目的規模亦由一年前的1.1萬億元人民幣增長至今年第2季的3.3萬億元人民幣。

反映當局採取積極的財政政策立場，中國內地的公共開支增長速度在2017年上半年繼續高於公共收入增長。因此，以過去12個月計，公共支出與收入的缺口佔國內生產總值的比例由2016年底的3.8%擴大至2017年6月的4.3%（圖2.33）。

圖2.33
中國內地：公共支出與公共收入的缺口



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

預算赤字增加或會導致政府債務，特別是地方政府債務進一步擴張。根據國家審計署於2017年6月發佈最新一份覆蓋16個省、16個市及14個縣級政府的報告顯示，確實有部分地方政府的債務增長較快。報告亦強調地方政府債務風險總體仍可控。

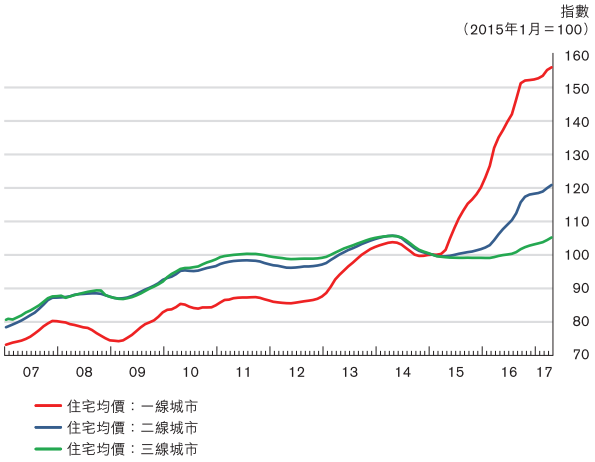
為更好地防範地方政府債務相關的風險，當局加強了對地方政府債務發行的管理。例如，當局於6月推出一項地方土地儲備專項債券發行的試行計劃，以減低地方政府從不規範渠道借款的動機。此外，當局於金融工作會議上宣佈，將會設立地方政府官員終生問責機制，務求向地方政府施加財政紀律及遏制不斷膨脹的債務問題。

專題2
中國內地房地產價格與企業借貸

引言

中國內地房地產價格自2015年以來顯著上升。在北京、上海、廣州及深圳等一線城市，房地產價格於過去兩年平均上漲接近60%（圖B2.1）。一線城市價格節節上升，二線城市房地產價格亦跟隨其後，自2016年以來穩步上揚。鑑於房地產週期與金融穩定緊密相連，房地產價格飆升已引起關注。

圖B2.1
按城市級別劃分的中國內地住宅價格



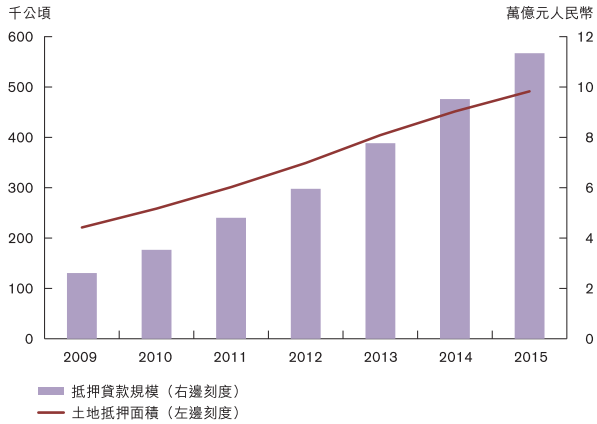
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

就目前來看，銀行對房地產市場的直接敞口風險應可受控。首先，銀行對房地產市場的直接敞口風險規模並不是非常大。截至2017年6月底，發展商的銀行貸款佔銀行貸款總額的比例僅為6%。按揭貸款佔銀行貸款總額的份額稍高，約為18%。其次，也是更重要的一點，鑑於與房地產市場過熱相關的潛在風險，內地當局已推出審慎監管措施。例如，銀行已收緊了發展商的貸款審批標準，特別是針對規模較小及較脆弱的發展商。對於按揭貸款人，由於當局採取宏觀審慎監管措施，例如提高了首付比例要求等，因此他們的槓桿水平仍然為低。截至2017年6月底，未償還按揭貸款的規模僅相等於家庭存款總額約35%。

雖然銀行對房地產市場的直接敞口風險應可受控，但鑑於房地產市場在中國內地以抵押品為本的貸款體系中扮演重要角色，因此銀行透過抵押品渠道對房地產市場承擔的敞口風險不容忽視。

特別是若要在金融市場獲取信貸，中國內地的大多數借款人必須持有抵押品[4]，而隨著房地產市場發展，這些抵押品似乎主要為物業及土地。根據國土資源部編製的統計數據，84個主要城市的土地抵押總面積從2009年至2015年顯著增加約120%（圖B2.2）。以土地作為抵押品的貸款金額亦於同期由2.6萬億元人民幣上升至11.3萬億元人民幣。

圖B2.2
84個主要城市的土地抵押面積以及土地抵押貸款規模



資料來源：國土資源部。

[4] 根據最新的《世界銀行企業調查》(World Bank Enterprise Survey)，於2012年，中國內地約80%的企業貸款須提供抵押品，抵押品的價值平均約為所借貸款的200%。相比之下，在一些經濟體中，例如美國及意大利，銀行借貸以風險為本，大多數貸款人即使並未持有任何抵押品，仍可獲得貸款（Kunieda及Shibata (2011)和Fabbri及Padula (2004)）。

以土地及物業為抵押品的銀行貸款金額甚至可能更龐大，但這方面公開可得的資料較少。例如，一些觀察證據如國際貨幣基金組織於2011年發佈的一份報告中指出，內地五大銀行30-45%的貸款有抵押品作支持，而大部分抵押品為房地產。

鑑於房地產市場在中國內地以抵押品為本的貸款體系中所扮演的重要角色，房地產價格或抵押品價值自然會影響公司的借貸行為，進而影響銀行對房地產市場的敞口風險以及貸款質素。然而，可能由於數據所限，相關研究並不多。為填補這一空白，揭示銀行對房地產市場敞口相關的風險，本研究從抵押品渠道方面分析房地產價格對企業借貸的影響。

實證框架

為估算房地產價格或抵押品價值如何影響公司的借貸行為，我們運用Banerjee及Blickle (2016)和Adelino等人(2015)的方法，通過以下變量解釋企業債務的增長情況，

$$\Delta 債務 = f(公司特徵、\Delta 房價，控制變量)，$$

其中Δ*債務*指公司的每年債務增長(以公司負債總額的每年變動代表)，Δ*房價*指一間公司總部所在省份的平均房地產價格變動。

除房地產價格的變動外，我們亦在上述等式加入能夠反映公司財務狀況或經營狀況的公司特徵變量，例如現金狀況、槓桿水平、盈利能力及銷售總額，因為這些因素與公司的資金需求以及可獲得的資金量相關。

為準確估算出房地產價格通過抵押品渠道對企業借貸的影響，我們亦在上述等式加入若干控制變量。例如我們加入行業銷售增長，以控制下述這種狀況的影響：由於公司屬於房地產相關行業，因此在房地產市場暢旺時增加借貸用以擴張業務，而並不是由於抵押品價值增加而增加借貸。另外，各省生產總值增速亦被納入為控制變量，因為地方經濟增長加速，可能會帶動該地區的房地產價格上升及貸款增長加快。此外，上述等式還加入時間虛擬變量，以控制其他可能共同影響整體債務增長及房地產價格的因素，如貨幣狀況等。

數據及結果

本研究使用了涵蓋2007至2015年約2,600間內地非金融類上市公司的面板數據集(panel dataset)[5]，以及相關的省份房地產價格變動。結果表明，整體而言內地企業的債務增長對房價的反應似乎有所增強。具體而言，在較早樣本期，即2007至2010年間，房地產價格對企業債務增長似乎影響不大，因為我們估算的房價變動系數並不顯著(表B2.A)。然而，最近數年，內地企業債務增長似乎對房地產價格有正向的影響。特別是我們的結果顯示，於2011至2015年的樣本期，房價增速每增加一個百分點，整體上會導致企業債務增長上升約0.9個百分點。

一個有趣的問題是，相對於大型或國有企業這類通常更容易獲得貸款的公司，那些融資困難的中國內地企業的借貸對房價的反應會否有所不同。對於融資困難的公司，我們的定義是1)樣本中資產規模最小的30%的公司，或2)非國有企業。為回答這一問題，我們在等式中加入了融資困難公司的虛擬變量與房價變動之間的交互作用項(interaction term)[6]。如果房地產價格對融資困難的公司的影響更大，則應能發現交互作用項的系數為統計上屬顯著的正值。

[5] 因為本文著重研究銀行透過抵押品渠道對房地產市場的敞口風險，因此房地產發展商不在我們的樣本之列。

[6] 融資困難公司的虛擬變量無需單獨加入迴歸，因為我們在估算面板模型時已經加入公司層面的虛擬變量。

表 B2.A
房地產價格對企業借貸的估計影響

	基準	較小型公司為融資困難公司	非國有企業為融資困難公司
	完整樣本		
Δ房價(t)	0.363	0.392	0.597*
Δ房價(t)*			
融資困難公司的虛擬變量		-0.139	-0.422
Δ房價(t)的總效應	*0.363*	*0.253*	*0.175*
	2007至2010年		
Δ房價(t)	-0.021	-0.066	-0.331
Δ房價(t)*			
融資困難公司的虛擬變量		0.271	0.661*
Δ房價(t)的總效應	*-0.021*	*0.206*	*0.330*
	2011至2015年		
Δ房價(t)	0.927**	0.414	0.644
Δ房價(t)*			
融資困難公司的虛擬變量		1.970**	0.462
Δ房價(t)的總效應	*0.927***	*2.384****	*1.106***

註：***、**及*表示估計系數統計顯著程度分別為1%、5%及10%。*Δ房價的總效應*的顯著度為相互作用項與Δ房價的共同顯著度的*p*值。自變量包括公司的流動性、槓桿水平、盈利能力及銷售總額、行業銷售增長及省地區生產總值增長。時間及公司虛擬變量亦納入面板模型。

分析結果確實顯示，於2011至2015年的樣本期間，較小型公司與房價增長之間交互作用項的系數為正值，且在統計上屬顯著（表B2.A），表示房價對近年來較小型公司獲取信貸更具有相關性。然而，就2011至2015年的樣本期間而言，非國有企業與房價增長之間交互作用項的系數雖為正值，但統計上並不顯著。相比之下，中國內地較大型公司或國有企業的借貸整體上受房地產價格變動的影響並不顯著。

在穩健性檢驗中，我們將樣本分為較小型公司與較大型公司，以及非國有企業與國有企業，然後對2011至2015年期間的各個子樣本重新進行模型估算。分割後樣本的分析結果載於表B2.B。在較小型公司與非國有企業的子樣本中，房價增長的系數著為正值，且在統計上屬顯著，而在較大型公司與國有企業的子樣本中，房價增長的系數統計上並不顯著。這表明在完整樣本中，房價變動與企業債務增長之間的強相關性可能由較小型或私營公司引起，而這些較小型或私營公司較難從金融市場獲得融資。

表 B2.B
2011至2015年房地產價格對企業借貸的估計影響：分割樣本分析

	較小型公司對比較大型公司		非國有企業對比國有企業	
	較小型公司	較大型公司	非國有企業	國有企業
Δ房價(t)	2.689***	0.227	1.664***	0.395

註：***、**及*表示估計系數統計顯著程度分別為1%、5%及10%。自變量包括公司的流動性、槓桿水平、盈利能力及銷售總額、行業銷售增長及省地區生產總值增長。時間及公司虛擬變量亦納入面板模型。

此研究發現事實上有助減輕關於我們的分析結果是受反向的因果關係所推動的憂慮：即公司借貸是為了投資於房地產市場，因而推高房地產價格。若屬此情況，我們應會觀察到財務相對寬鬆的公司的債務增長與房地產價格之間存在更強的相關性，但事實卻恰恰相反。

結論

通過中國內地非金融類上市公司及省份房地產價格的數據，本研究結果表明，近年來企業借貸受到抵押品價值的影響。特別是我們發現，房地產價格變動對公司債務增長產生正向影響，對於較小型及非國有企業等融資困難的公司，情況更是如此。

因此，我們的研究結果顯示，鑑於內地金融業仍然處於發展階段，加上信息不對稱的情況相當普遍，以抵押品為本的借貸可能有助減輕內地較小型或私營公司所面臨的融資困難。

然而，以房地產及土地為抵押品，可能會導致較小型或私營公司的債務跟隨房地產週期而波動。例如房地產市場暢旺可能會導致企業債務增長速度加快，並可能進而加劇金融系統所面臨的風險。另一方面，房地產市場受挫可能導致銀行突然減少或甚至停止對企業的貸款，進而導致公司面臨再融資問題，或甚至危及公司的正常經營，並因此影響公司的還款能力。同時，抵押品價值下跌，亦會導致貸款質素惡化。

就此而言，銀行透過抵押品渠道對房地產市場的敞口風險亦理應與銀行的直接敞口風險一併予以密切觀察。

然而，我們的研究存在一些局限。首先，由於數據所限，樣本期相對較短。其次，本研究嘗試將國內的房地產價格與企業借貸相聯繫。然而，於我們的樣本期內，內地房地產市場幾乎未曾遭受任何真正意義上的調條。最後，本研究只專注於銀行透過抵押品渠道對房地產市場的敞口風險，但房地產市場可通過許多其他途徑間接影響金融穩定。例如房地產價格會影響地方政府的收入及地方政府融資平台的盈利能力，並進而影響政府及融資平台的還款能力。再者，房地產市場的表現亦會對家庭財富及房地產行業的上、下游產業的增長造成影響，進而對銀行的資產質素及金融穩定產生反饋效應。然而，上述房地產市場對金融穩定的間接影響並不在本研究的範圍之內，因此將來值得進一步研究。

參考資料

Adelino, Manuel, Schoar, Antoinette及Severino, Felipe. 2015.「House Prices, Collateral, and Self-employment」《Journal of Financial Economics》第117期，第288至306頁。

Banerjee, Ryan N.及 Blickle, Kristian S. 2016.「Housing Collateral and Small Firm Activity in Europe」《BIS Working Papers》第575期。

Fabbri, Daniela 及Padula, Mario. 2004.「Does poor legal enforcement make households credit-constrained?」《Journal of Banking and Finance》28(10): 2369-2397.

Kunieda, Takuma 及 Shibata, Akihisa. 2011.「Collateral Constraints and Legal Protection of Lenders: A Macroeconomic Perspective」《MPRA Paper 35356, University Library of Munich, Germany》。

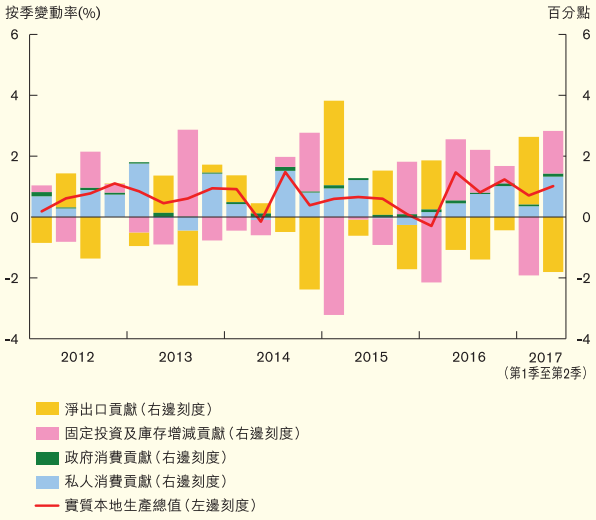
3. 本港經濟

由於本地需求暢旺，香港經濟於2017年上半年保持增長動力。預期下半年的增長動力在基數較大下將輕微減慢，但增速仍會穩健。本港經濟前景仍受眾多不明朗因素，包括美國貨幣政策正常化及地緣政治緊張局勢升級等影響。短期而言，鑑於輸入通脹疲弱，本地成本升幅穩定，本地通脹壓力應會保持溫和。

3.1 實體經濟活動

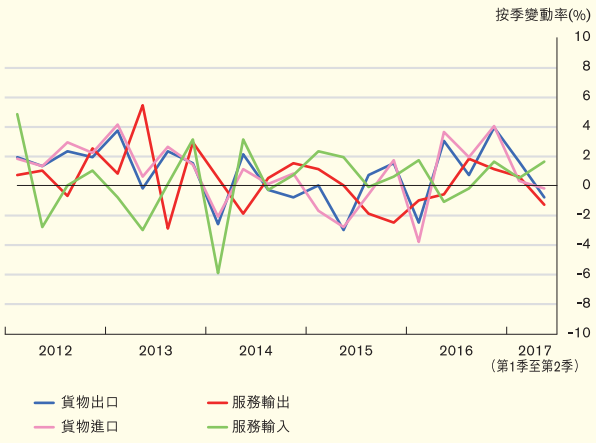
香港經濟於2017年上半年保持按季增長。經季節性因素調整的實質本地生產總值在第1季與第2季分別按季增長0.7%及1.0%，與此前兩季的平均增長率1%相若（圖3.1）。與2016年下半年比較，私人消費穩健增長，並繼續成為本地生產總值增長的其中一個主要動力，部分原因是就業及收入狀況良好及消費者情緒樂觀。由於樓宇及建造活動保持暢旺，加上資本開支在營商氣氛改善下增加，整體投資開支於接近2017年年中時回升。外圍因素方面，香港的貨物出口連續四個季度快速增長，其後於2017年第2季有所放緩（圖3.2）。部分由於旅遊相關服務的需求減少，服務輸出亦有所回落。另外，因為本地居民旅遊需求強勁，服務輸入持續增長。整體而言，淨出口於第1季對本地生產總值增長有正面貢獻，但於第2季則轉為拖累增長。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖3.2
實質進出口



資料來源：政府統計處。

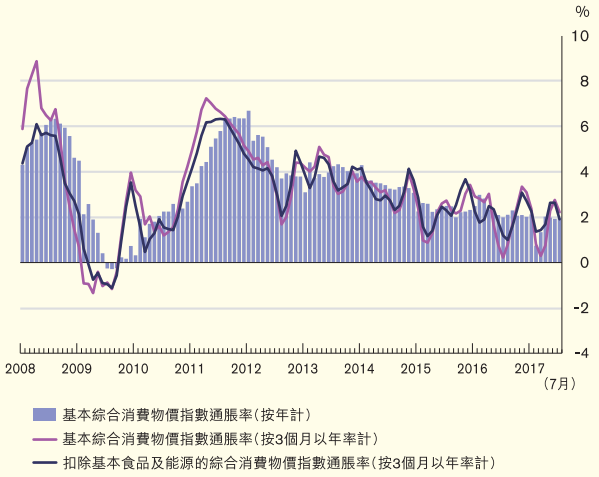
經濟增長良好，令就業職位於2017年上半年增加。期內，總就業人數增加約0.9%至逾380萬人，其中公共行政、社會及個人服務業以及零售、住宿及膳食服務業的增幅最為顯著。由於實質本地生產總值增長超過就業人數增長，勞動生產力出現週期性改善。

踏入下半年，預期本港經濟將維持增長動力，雖然增幅會在上半年的基數較大下輕微收窄，但增速仍會穩健。外圍因素方面，全球經濟增長、國際貿易流量、全球製造業活動及香港入境遊客人次均逐步復甦，應會繼續利好香港的出口表現。本地因素方面，勞工市場穩健有助推動私人消費。至於固定投資，經濟環境改善將會刺激資本開支，而一手市場私人住宅供應增加將會支持樓宇及建造活動。鑑於上半年的穩健表現，政府已將2017年全年實質本地生產總值增長預測由先前於2月份公佈的2–3%調高至3–4%。私營機構分析師近期亦將增長預測調高至平均3.3%。然而，香港的增長前景仍受多種不明朗因素影響，包括之前章節提到的外圍因素，以及中國內地的經濟表現和本港入境旅遊業復甦步伐等。

3.2 通脹及失業率

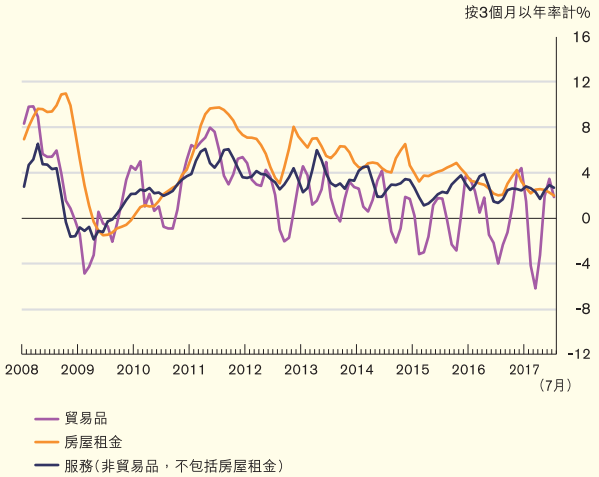
2017年上半年，本地通脹壓力保持溫和，但按季通脹動力於最近數月有所加快。按年比較，基本綜合消費物價指數由第1季的1.4%上升至第2季的2.0%(圖3.3)。反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率亦由4月份的0.8%上升至7月份的2.2%。通脹動力上升的主要原因是貿易品價格上漲(圖3.4)。截至7月底的三個月貿易品價格通脹，由先前三個月的負數，上升至2.4%。與此同時，由於較早前私人住宅租金回軟的影響逐步浮現，2017年上半年，綜合消費物價指數的房屋租金項目增長仍然疲弱(圖3.5)。

圖3.3
反映消費物價通脹的不同指標



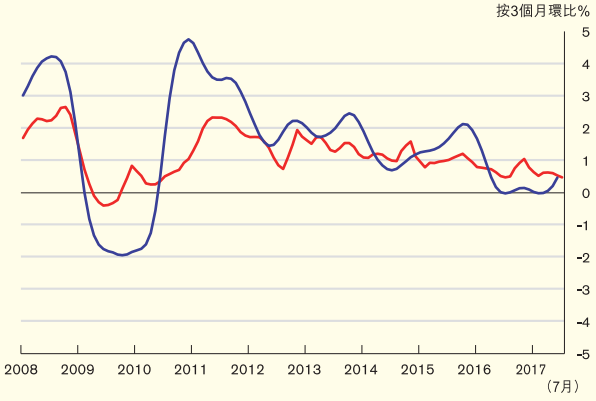
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖3.4
按主要組成項目分類的消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

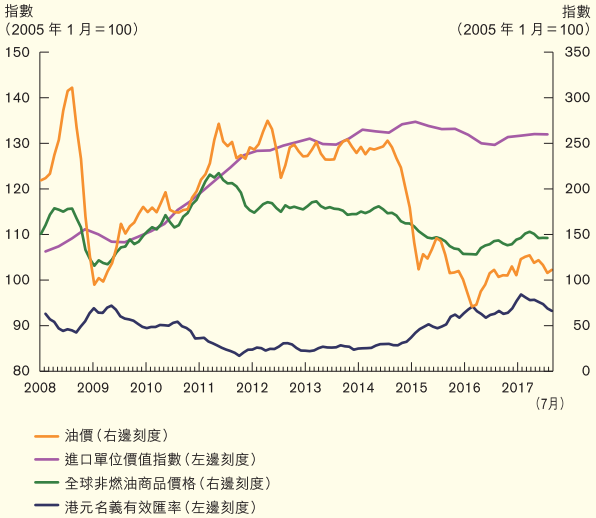
圖3.5
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

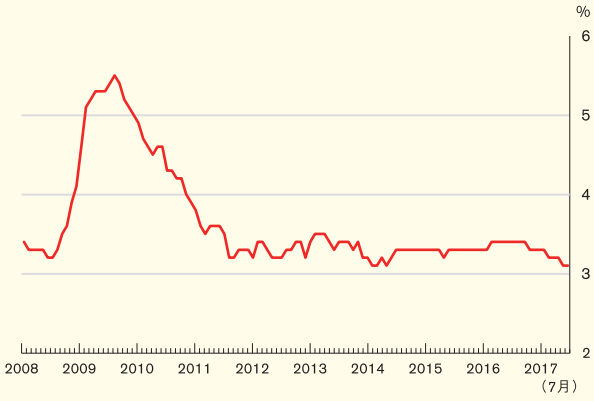
短期而言，由於輸入通脹低企，本地成本升幅溫和，通脹壓力或會受限。儘管近期外部價格壓力略為反彈，但由於全球商品價格回升幅度輕微，預期仍受抑制(圖3.6)。本地因素方面，勞工市場緊絀，經季節性因素調整的失業率由2016的3.4%降至2017年上半年的3.2%(圖3.7)，但最近數季勞工成本升幅仍然有限。人均實質薪金於2016年第4季及2017年第1季分別上升1.2%及0.6%(圖3.8)。由於2017年第2季的產出缺口估計仍然接近零，本地通脹壓力料仍會受抑制。整體而言，預期2017年全年按年通脹率將會下跌，政府預測全年基本通脹率為1.8%，較2016年的2.3%為低。

圖3.6
商品及進口價格



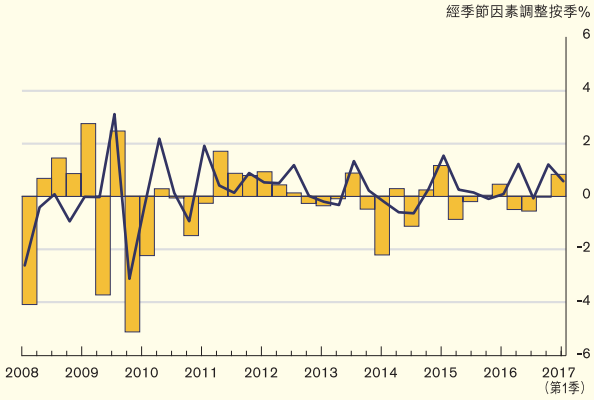
資料來源：政府統計處及國際貨幣基金組織。

圖3.7
失業率



資料來源：政府統計處。

圖3.8
單位勞工成本及人均薪金



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

通脹前景面臨上行風險。若入境旅遊近期的復甦進一步加強，將會額外推動零售相關行業的業務表現及工資增長。儘管住宅物業價格的上升勢頭自7月初以來出現放緩的跡象，但由於按揭利率低企及勞工市場狀況穩定，短期或會繼續支持物業市場及租金。這些因素一旦實現，則會在短期內增加通脹動力。

4. 貨幣及金融狀況

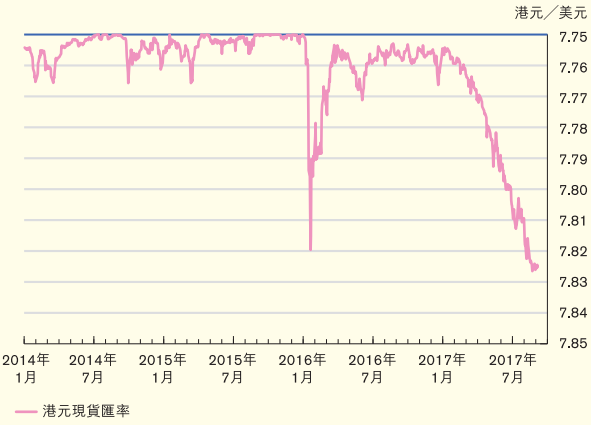
匯率、資金流及貨幣動向

儘管美元利率上升，但由於香港銀行體系流動資金充裕，港元利率仍然低企。隨着香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的負息差擴闊，港元現貨匯率逐步轉弱。由於融資成本低，經濟狀況改善，上半年貸款加快增長。展望未來，港元匯率可能會在美國貨幣政策正常化的進程中轉弱，這是貨幣發行局制度下的正常過程。

4.1 匯率及資金流

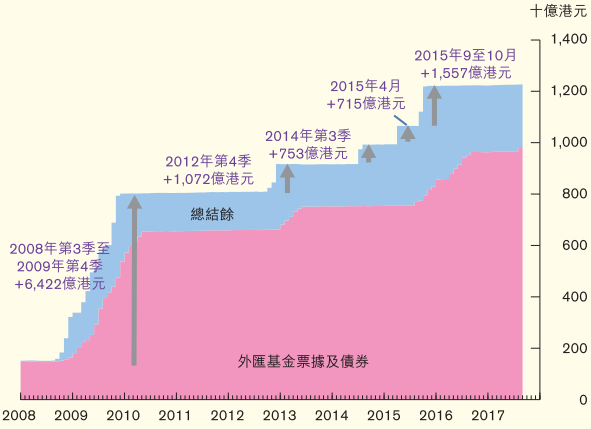
港元現貨匯率於2月至8月期間逐步轉弱，並於6月突破7.80關口（圖4.1）。香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的負息差擴大，導致利率套戥活動增加，是港元匯率轉弱的主要原因。具體而言，港元流動資金充裕令本港利率低企，尤其是短期限的利率，但美聯儲於2016年12月至2017年6月則三度加息，使港美息差於報告期內持續擴闊。此外，兌換保證於報告期內未被觸發（圖4.2）。

圖4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

圖4.2
資金流指標



資料來源：金管局。

由於美元轉弱，港元的名義有效匯率指數於1月至8月期間下跌6.4%（圖4.3）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小並且影響有限，所以港元的實質有效匯率指數繼續緊貼名義有效匯率指數的走向。

圖4.3
名義及實質有效匯率

註：實質有效匯率指數經季節因素調整，僅有月度數據。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

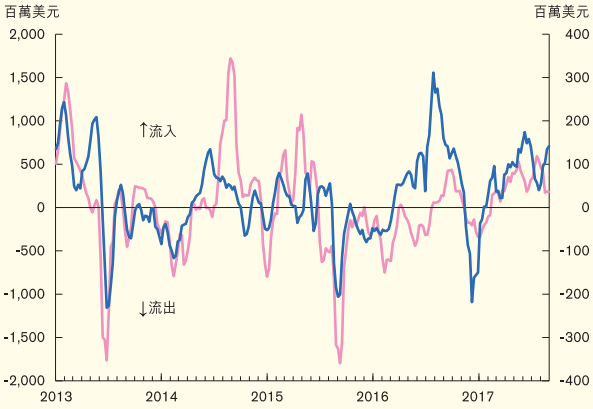
非本地居民的證券投資於2017年上半年錄得流入。最新的國際收支平衡統計資料顯示，由於自年初以來亞洲債券市場氣氛改善，本地及非本地居民的債務證券投資於第1季出現流入（表4.A）。[7]一項對全球互惠基金進行的調查顯示，債務證券投資流入於第2季仍然強勁（圖4.4）。雖然國際收支平衡統計資料顯示本地居民的股票證券投資在2016年第4季及2017年第1季錄得大幅流出，但非本地居民的股票證券投資在2017年第1季則錄得流入，與其他亞洲市場的趨勢一致。對全球互惠基金進行的調查亦顯示股票證券投資在第2季繼續錄得流入。

表4.A
跨境證券投資資金流

（十億港元）	2014	2015	2016 第1季	2016 第2季	2016 第3季	2016 第4季	2017 第1季
來自香港居民							
股權及投資基金份額	-318.2	-420.2	22.5	-45.6	-9.4	-198.8	-64.1
債務證券	42.1	-241.0	111.6	-19.9	-262.1	40.6	108.0
來自非香港居民							
股權及投資基金份額	136.7	-329.7	-48.5	41.4	37.2	-10.9	14.2
債務證券	75.0	20.0	-0.9	5.2	20.6	-8.6	44.9

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖4.4
股票及債券相關資金流的市場調查



註：數據為四週的移動總和。
資料來源：EPFR Global。

展望未來，隨着美國貨幣政策正常化進程持續，預計港元匯率會因利率套戥活動而轉弱。因此不應排除港元弱方兑換保證被觸發的可能性，這是貨幣發行局制度下的正常過程。

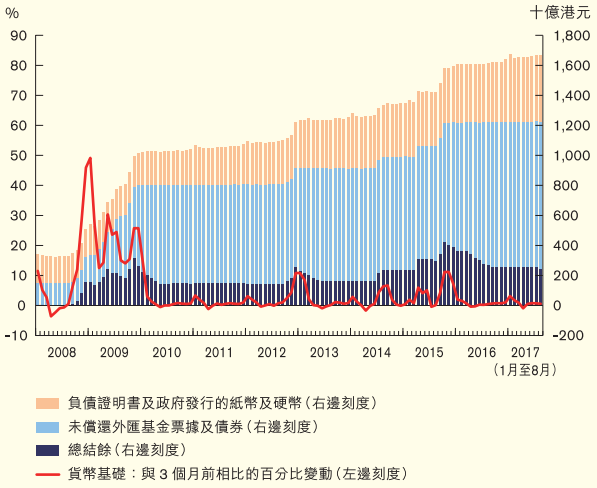
然而，港元資金流向不僅取決於美國利率正常化的步伐及美聯儲的資產負債表正常化所帶來的潛在影響，還會取決於非本地居民對港元金融資產及不動產的需求。

7 在編寫本報告時，第2季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

4.2 貨幣及信貸

雖然美國加息及美聯儲計劃縮減資產負債表引發市場關注，但香港的貨幣環境於2017年上半年仍保持寬鬆。港元貨幣基礎於上半年稍升1.7%，主要由就發行的紙幣而發出的負債證明書增長所致（圖4.5）。儘管港元兌美元逐漸轉弱，但弱方兌換保證未被觸發。因此，總結餘與未償還外匯基金票據及債券的總額保持穩定，於6月底為12,256億港元。[8]

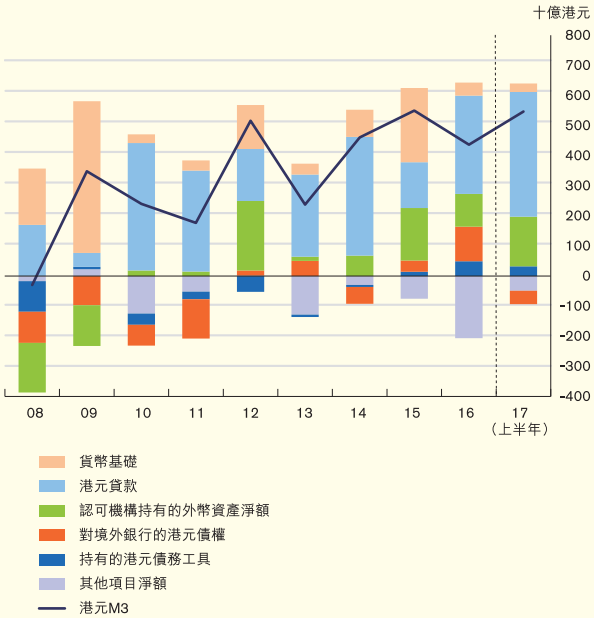
圖4.5
貨幣基礎的組成部分



資料來源：金管局。

儘管貨幣基礎輕微上升，港元貨幣供應增長步伐較快。其中港元廣義貨幣供應（港元M3）的增長由2016年下半年的6.5%加快至2017年上半年的8.9%。作為港元M3的主要組成部分，港元存款的增長於上半年加快至9.2%（圖4.7），緣於經濟活動增強提供支持，以及在市場氣氛改善下，股票相關的貨幣需求增加。對應資產分析顯示，港元M3的增長主要為信貸擴張衍生出的貨幣及非銀行私營部門的港元資金淨流入所帶動，這分別反映港元貸款及銀行淨外幣資產的增長（圖4.6）。

圖4.6
港元M3及其對應資產變動



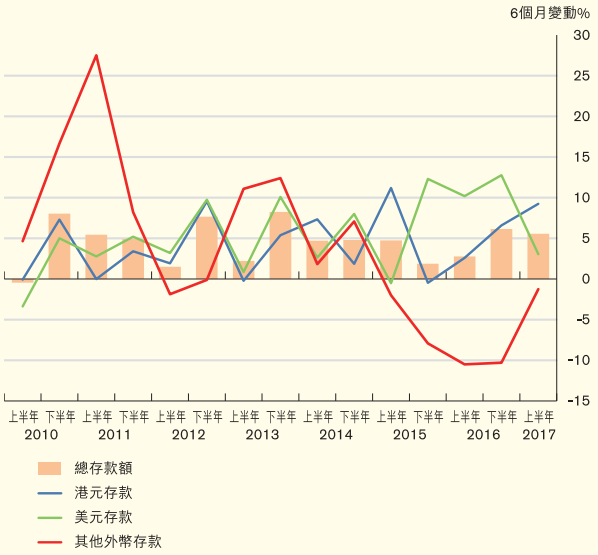
註： 貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款及剔除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。

資料來源：金管局職員估計數字。

相比之下，外幣存款增長減慢，主要由於美元存款增長減慢所致。由於美元兌多數主要貨幣貶值，上半年美元存款增長3.0%，較去年下半年的增幅12.8%為低（圖4.7）。其他外幣存款繼續下跌，但下跌速度放慢至1.2%，這反映人民幣存款出現穩定跡象，以第2季尤其明顯。整體而言，上半年認可機構的存款總額大致穩定地增長5.6%，而2016年下半年為6.2%。

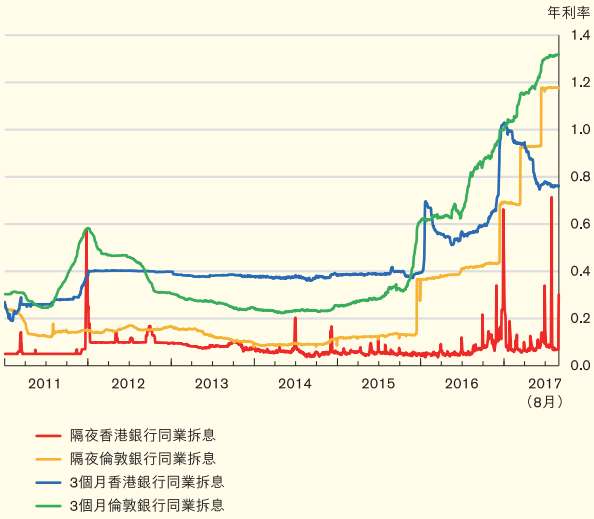
[8] 於8月9日，金管局宣佈於8月及9月增發總值400億港元的外匯基金票據，以應付銀行在流動資金管理方面的龐大需求。此次安排符合貨幣發行局制度的運作原則，反映貨幣基礎的組成部分由總結餘轉移至外匯基金票據及債券。在增發外匯基金票據後，銀行同業市場的流動資金保持充裕。

圖4.7
存款增長



資料來源：金管局。

圖4.8
港元與美元銀行同業拆息

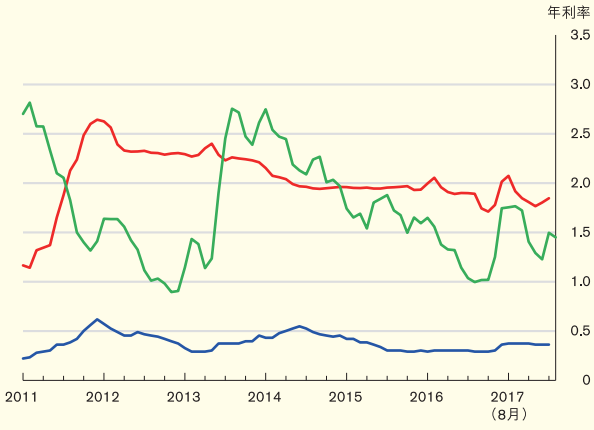


資料來源：CEIC及金管局。

儘管美元銀行同業拆息上升及金管局上調基準利率[9]，但港元銀行同業拆息下跌，部分反映銀行體系流動資金充裕。舉例而言，隔夜及三個月香港銀行同業拆息於首八個月分別下跌36及26個基點，於8月底分別為0.30%及0.76%（圖4.8）。因此，港元與美元銀行同業拆息的負息差擴闊。在此情況下，專題3分析影響港元與美元銀行同業拆息息差的基本因素，以及這些基本因素如何解釋近期負息差的擴闊。

與此同時，長期香港政府債券收益率的跌幅較美國政府債券收益率的跌幅為大，10年期香港政府債券收益率下跌56個基點至8月底的1.38%（圖4.9）。[10]

圖4.9
10年期政府債券收益率、綜合利率及新造按揭平均貸款利率



資料來源：金管局及金管局職員估計數字。

由於港元銀行同業拆息保持低企，且存款基礎仍然龐大，零售層面的利率並無顯著上升壓力。反映零售銀行港元融資成本的綜合利率於2017年首七個月穩定地保持在約0.31%的低位（圖4.9）。就按揭利率而言，由於融資成本低且按揭市場競爭激烈，銀行的新

[9] 2017年上半年，金管局基準利率由2016年底的1.00%調高50個基點至6月底的1.50%。基準利率上調是根據2009年3月26日公佈的經修訂公式，因應期內美國聯邦基金利率目標範圍合共上調50個基點作出。

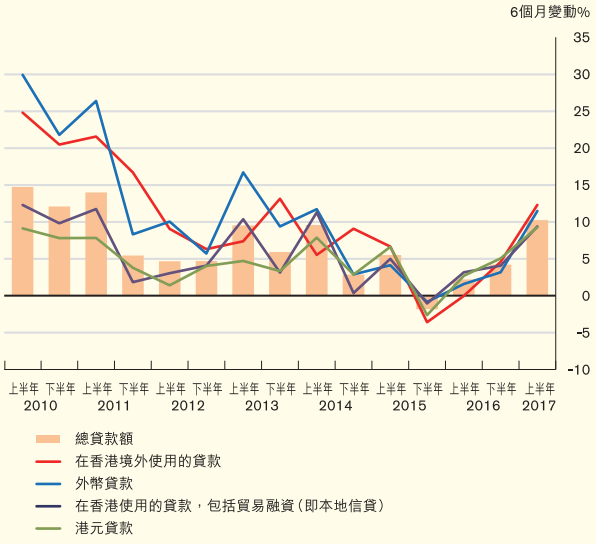
[10] 同期10年期美國國庫債券收益率輕微下跌33個基點至8月底的2.12%。

造按揭平均貸款利率由2016年12月的2.01%逐步下降至5月的1.76%。繼5月19日宣佈推出第八輪物業按揭貸款審慎措施後，部分銀行調高以香港銀行同業拆息為基準的按揭息差，平均按揭利率於7月微升至1.85%。

展望未來，隨着美國貨幣政策持續正常化，港元利率最終會面臨更大上升壓力。港元利率上升的步伐及幅度將取決於美國貨幣政策正常化的步伐、資金流的走向以及本港流動資金狀況的緊張程度。

由於融資成本低企及經濟環境改善，銀行信貸快速增長。整體貸款增長由去年下半年的4.2%加快至2017年上半年的10.2%(按年率計則為20.5%)(圖4.10)，中資銀行的貸款業務尤其活躍。整體貸款的強勁增長表現全面，在香港使用的貸款及在香港境外使用的貸款均錄得快速增長。按貨幣分析，港元貸款及外幣貸款分別強勁增長9.3%及11.5%。

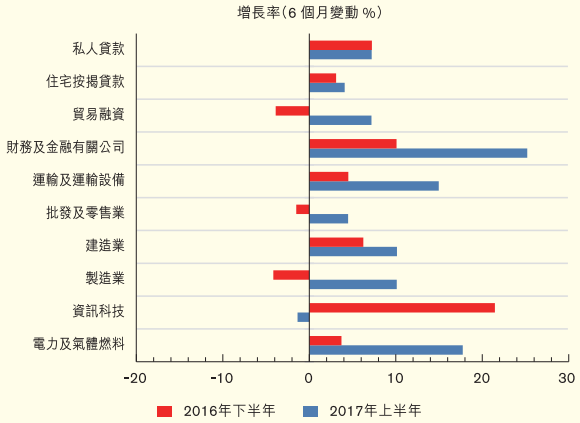
圖4.10
貸款增長



資料來源：金管局。

具體而言，在香港使用的貸款(包括貿易融資)於上半年增長加快至9.4%，其中大多數主要行業的貸款均加快增長(圖4.11)。財務及金融相關企業的貸款在上半年大幅增長25.2%，部分反映本港金融服務業前景較佳，業務拓展的融資需求增加。建造業與物業發展的貸款亦加快增長，部分反映買地及物業發展項目的融資活動強勁。[11] 隨着商品貿易及零售銷售持續改善，貿易融資以及製造業、批發及零售業的貸款增長均回復至正數。

圖4.11
個別行業的本地貸款增長

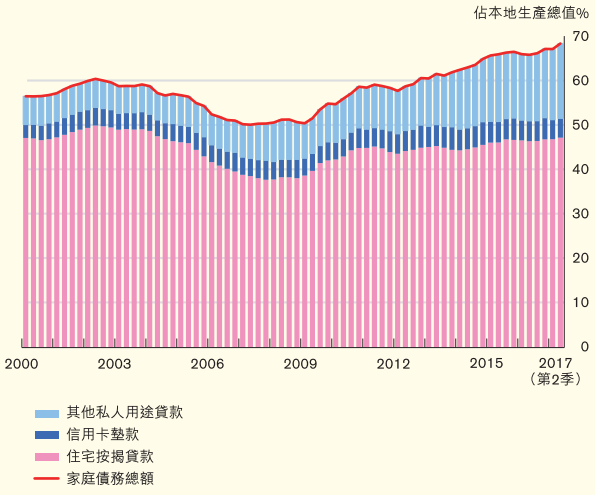


資料來源：金管局。

儘管家庭債務增幅較商業貸款為低，但繼去年下半年增長4.3%後，於今年上半年加快至5.0%。在家庭債務中，私人貸款(包括信用卡墊款及其他私人用途貸款)繼續錄得7.2%的強勁增長，部分反映經濟及金融環境改善(圖4.11)。由於按揭利率仍然低企，加上自3月以來物業市場暢旺，住宅按揭貸款增長由去年下半年的3.1%加快至2017年上半年的4.1%。反映家庭貸款快速增長，家庭債務佔本地生產總值的比率由2016年第4季的67.1%上升至2017年第2季的68.3%(圖4.12)。

[11] 鑑於近期部分物業發展商在買地及發展項目中以高槓桿融資，金管局於5月12日宣佈就銀行對物業發展商貸款加強信貸風險管理。對於建造業融資，自6月1日起，認可機構須將融資上限分別下調至地價成本的40%及建築成本的80%，整體貸款上限則下調至物業完成後預期價值的50%。

圖4.12
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



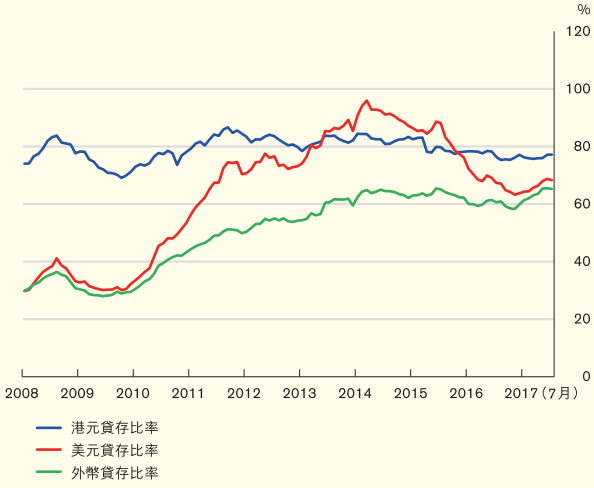
註：僅包括認可機構提供的借款。
資料來源：金管局。

在香港境外使用的貸款於上半年顯著加快上升12.3%，這是由於外圍環境改善，本地及跨國公司的相關融資需求增加。

於報告期內，中國內地企業的融資需求大幅上升。就銀行業而言[12]，內地相關貸款的增長於上半年加快至11.9%，而去年下半年則為3.6%。儘管信貸的快速增長引起關注，但內地相關貸款所涉及的信貸風險應可受控，這反映76%的內地相關貸款之借款人為內地國有企業及非內地跨國公司。雖然內地民營企業的貸款於2017年上半年大幅上升，但大部分內地民營企業的貸款均以抵押品作抵押及／或已獲取擔保。然而，鑑於信貸快速增長，銀行應繼續就內地相關貸款保持審慎的審批標準並加強風險管理。

儘管信貸增長強勁，但由於存款基礎龐大，銀行的融資狀況仍大致穩定。由於港元貸款及存款的增長速度相若，港元貸存比率於6月底維持在77.1%，與六個月前相比大致不變（圖4.13）。另一方面，因外幣貸款的增長速度快於存款，整體外幣貸存比率由2016年年底的59.9%上升至6月底的65.5%。同期，美元貸存比率由63.8%上升至68.8%，但相比2014年時逾90%的高位仍屬較低水平。

圖4.13
貸存比率



資料來源：金管局。

展望未來，由於本地及外圍環境改善，而基建投資亦會帶來潛在融資需求，貸款的增長動力或可繼續受到支持。金管局的「信貸狀況展望意見調查」顯示，銀行對於短期內信貸增長的預期已趨向中性（請參閱第5章表5.A）。

離岸人民幣銀行業務

離岸及在岸人民幣匯率兌美元轉強（圖4.14），部分反映中國內地經濟狀況改善及美元兌大部分主要貨幣轉弱。然而，由於離岸市場流動性收緊，離岸人民幣匯率於5月底的升幅超過在岸人民幣匯率，在岸人民幣與離岸人民幣差價錄得較大正數。踏入第3季，在岸人民幣與離岸人民幣差價顯著收窄，流動性緊絀的狀況有所舒緩。

12 包括認可機構的香港辦事處、內地分行及內地附屬公司。

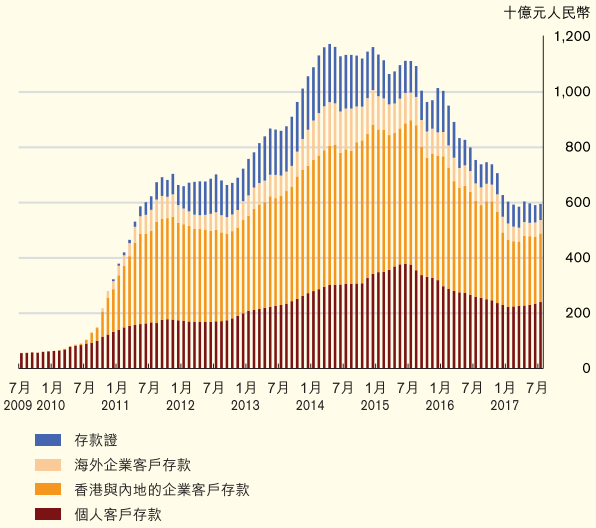
隨着近期離岸市場流動性改善，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價由6月份的高位7.00%跌至8月底的3.97%。部分零售銀行亦調低人民幣存款的優惠利率。

圖4.14
在岸及離岸人民幣匯率及銀行同業拆息

資料來源：彭博及CEIC。

由於市場對人民幣匯率波動持謹慎態度，於2017年年初，香港的離岸人民幣資金池持續面臨下跌壓力，但於第2季出現穩定的跡象。與去年下半年相比，人民幣客戶存款及存款證總額於2017年上半年跌幅減慢，下跌5.8%至6月底的5,887億元人民幣（圖4.15及表4.B）。當中，人民幣客戶存款於第1季下跌7.2%，其後隨着人民幣匯率趨穩，人民幣客戶存款於第2季恢復3.7%的輕微增長，當中個人及企業客戶存款均於第2季錄得增長。另一方面，存款證餘額於上半年整體下跌20.1%，主要由於有較大額的存款證於6月底到期所致。

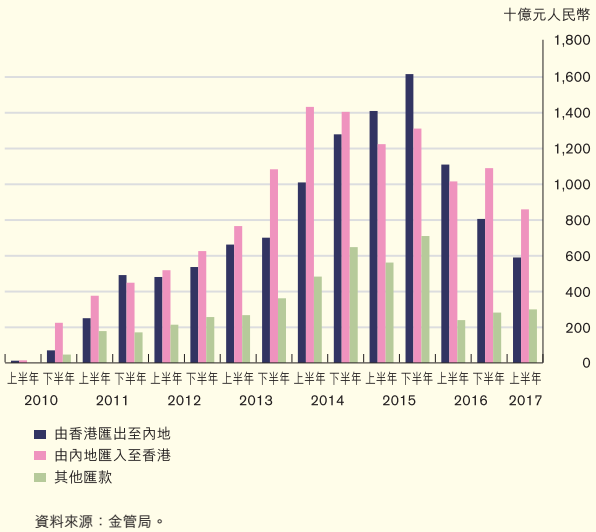
圖4.15
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

其他人民幣銀行業務於2017年上半年亦出現調整。人民幣貸款餘額於6月底大幅減少30.0%至2,063億元人民幣。香港銀行處理的人民幣貿易結算金額於上半年減至17,493億元人民幣，較2016年下半年減少19.6%，由香港匯出至內地的貿易匯款的減幅超過由內地匯入香港的貿易匯款的減幅（圖4.16）。

圖4.16
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

然而，香港離岸人民幣資金池的規模仍足以支持大量人民幣支付及金融交易。人民幣即時支付結算系統的日均成交金額於2017年上半年高達8,862億元人民幣，而2016年同期為8,690億元人民幣。

展望將來，離岸人民幣業務的發展仍將取決於市場對人民幣匯率波動的預期及內地的經濟前景等眾多因素。內地持續開放資本帳的進程可促進使用人民幣計價資產，香港的離岸人民幣業務很大機會因而受到支持。[13]此外，「一帶一路」計劃將促進區內及國際合作，預期香港將透過與其他地區的人民幣業務往來，受益於人民幣在國際上的使用。在人民幣持續國際化的背景下，專題4分析在過去數年人民幣被視為避險貨幣的程度。

表4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2016年12月	2017年6月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	625.1	588.7
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	546.7	526.1
人民幣存款佔存款總額(%)	5.2	4.9
人民幣存款證（十億元人民幣）	78.3	62.6
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	294.8	206.3
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	210	207
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	69.0	87.8
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	91.6	132.8
	2017年1月至6月	
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	1,749.3	
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	859.5	
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	590.3	
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億元人民幣）	886.2	

資料來源：金管局。

13 措施包括近期推出的債券通，及提高香港的人民幣合格境外機構投資者額度，以方便海外投資者透過香港的平台參與中國內地金融市場。

專題3
關於香港銀行同業拆息與(美元)倫敦銀行同業拆息之間差距的分析

美國聯儲局自2015年以來已把聯邦基金利率的目標區間提升，但香港銀行同業拆息並無緊密跟隨。因此，香港銀行同業拆息與(美元)倫敦銀行同業拆息之間的差距(下稱息差)大致上有所擴大。尤其隔夜香港銀行同業拆息維持在接近零的水平，令隔夜期限的負息差比較長期限的負息差為闊。在此背景下，本專題研究影響息差的因素，從而在概念上幫助理解相關的機制。[14]

影響息差的因素

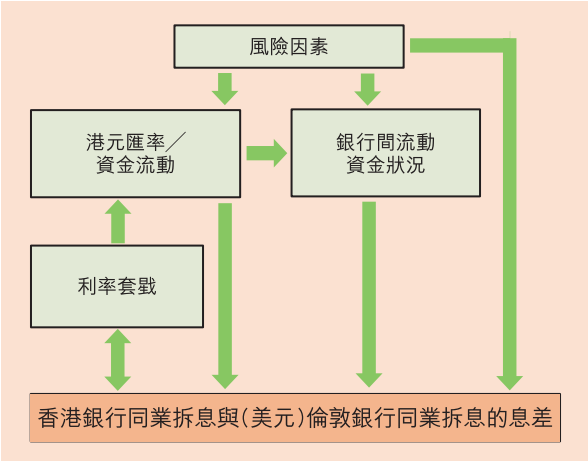
從概念上而言，息差受四大類互動的因素所影響(如圖B3.1所示)。息差擴闊可能會引發套戥活動，並在聯繫匯率制度的自動利率調節機制下，繼而令息差收窄。在此過程中，若港元匯率觸及兌換保證，而銀行亦觸發兌換保證，則總結餘將會發生變化，從而改變銀行間流動資金狀況。由於總結餘是決定香港銀行同業拆息水平的主要因素，套戥活動因而成為推動息差的一股基本力量。

即使沒有套戥活動，息差仍有可能受若干短期因素影響而出現波動。具體而言，單是本地銀行間流動資金狀況本身已可以影響息差。例如，港元貸存比率上升，可能會令銀行間市場流動性壓力上升並影響香港銀行同業拆息。

港元匯率或資金流動亦有可能會影響息差。根據未拋補利率平價理論，息差應與港元兌美元匯率的預期變動有直接關係。除這個直接渠道外，港元流入增加，亦可能會令強方兌換保證被觸發，導致本地銀行間流動資金狀況變得寬鬆，繼而推動香港銀行同業拆息下跌，並令息差短暫擴闊。

最後，香港所面臨的特定風險亦會透過其對銀行間流動資金及港元匯率和資金流動的影響，直接或間接地導致香港銀行同業拆息以及息差上升。例如，若負面震盪導致市場對港元的信心下降，可令風險溢價上升，並直接地推高香港銀行同業拆息。與此同時，這種狀況亦可能會導致市場人士沽出港元，以及銀行間流動資金狀況收緊，從而扯升息差。

圖B3.1
影響息差的理論因素



資料來源：金管局職員製作的圖解。

表B3.A列出我們在實證分析中所採用的影響息差因素的指標。就表中所列，我們再詳細討論當中部分指標，以及它們與息差之間的關係。

表B3.A
影響息差因素的指標

理論因素	指標
1. 利率套戥	香港銀行同業拆息與(美元)倫敦銀行同業拆息的息差(滯後值)
2. 銀行間流動資金狀況	港元貸存比率
3. 港元匯率及資金流動	金管局的外匯操作(淨額) 每月股票回報差異－恒生指數與標普500指數相比較 港元兌美元匯率預期－來自期權價格的資料
4. 風險因素	每日股票回報的標準差－恒生指數與標普500指數相比較

資料來源：金管局職員。

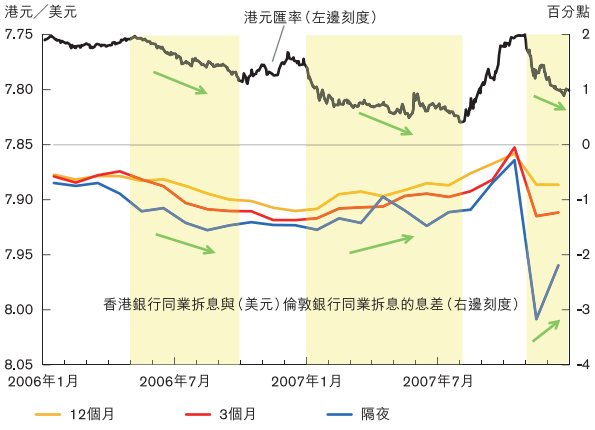
[14] 有關分析的詳情，請參閱Cheung等人(2017)，「Analysis on the determinants of HIBOR-LIBOR spreads」，金管局研究備忘錄07/2017。

利率套戥

在聯繫匯率制度的自動利率調節機制下，息差擴闊會導致利率套戥活動增加，而此類套戥活動有利息差隨後收窄。狹義上，此類活動的特點是兑換保證會被觸發，以及總結餘會出現相應變動。儘管如此，2006年至2007年的經驗顯示，一旦發生套息交易活動，負息差確實有收窄的傾向（圖B3.2）。然而，港元即期匯率會有所轉弱，但短期內未必會觸及弱方兑換保證。

鑒於上述經驗，我們的實證分析從較廣義的層面界定利率套戥活動，而這些活動不一定會觸發兑換保證。具體而言，我們透過在實證模型當中加入息差的滯後值，了解套戥活動對當前息差的影響。若套戥活動存在，模型內的系數（即息差的滯後值對當前息差的量化影響）應介乎0與1之間，代表了在其他因素不變的情況下，息差有隨着時間而收窄的傾向。儘管如此，我們的模型未必能夠充分反映套戥活動的動態。舉個例子，全球金融危機後，限制銀行風險承擔的監管變動，可能會令同等程度的套戥活動所需的息差水平上升。

圖B3.2
2006年至2007年的據報套息交易活動



註：有顏色的區域代表期間據報有套息交易。
資料來源：CEIC及金管局。

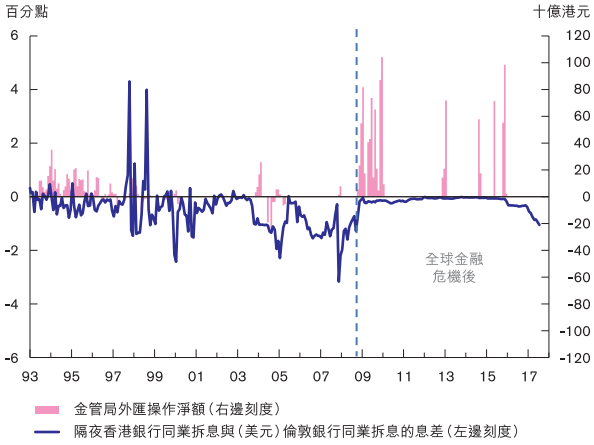
港元貸存比率

銀行間流動資金狀況（以港元貸存比率衡量）似乎與息差正相關。例如，即使美元利率維持不變，本地銀行間流動資金狀況收緊（可能由於銀行客戶的貸款需求增加，帶動資金需求上升）或會為本地銀行拆息帶來上升壓力，進而令息差上升。

金管局的外匯操作

多年來，隨着貨幣發行局制度的不斷優化，金管局的外匯操作大致被動，主要是因應銀行觸發兑換保證而進行。這些外匯操作可透過影響本地銀行間流動資金的供應影響息差。因金管局的外匯操作而導致本地銀行間流動資金供應增加，可對香港銀行同業拆息產生連鎖影響，進而令息差下降（圖B3.3）。然而，全球金融危機後，銀行間流動資金充裕及利率降至接近零的水平，外匯操作與息差的負相關性已大為減弱。

圖B3.3
息差及金管局的外匯操作



資料來源：CEIC及金管局。

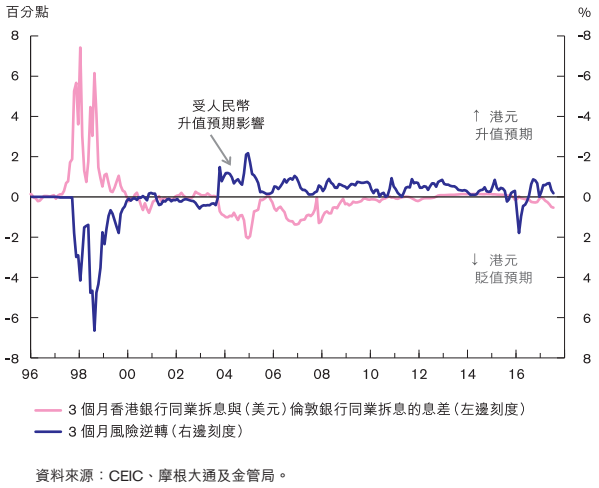
香港與美國的股市回報差異

香港與美國股市的表現差異可產生短期港元資金流動，進而短暫地影響息差。具體而言，若投資者對港元資產的需求上升，可促使港元流入非銀行私人部門，並有助香港銀行同業拆息維持在相對較低的水平。事實上，息差與恒生指數相對於標普500指數的回報差異之間存在負相關的關係。

港元匯率預期

過往證據表明，港元兌美元匯率預期似乎與息差高度相關（圖B3.4）。根據未拋補利率平價理論，在均衡狀態下，息差應該反映預期匯率變動。在現實當中，市場預期港元跟隨人民幣兌美元升值，是負息差於2003年至2005年期間變得較闊的一個重要原因。

圖B3.4
息差及港元匯率預期



資料來源：CEIC、摩根大通及金管局。

風險因素

特定與香港經濟有關的高風險溢價（例如宏觀金融風險等）可導致香港銀行同業拆息相對於（美元）倫敦銀行同業拆息急升，亞洲金融危機的情況就是一個明顯例子。我們考慮到時間長短及可獲取資料的程度，採用了恒生指數相對於標普500指數的實質波幅（即每日股票回報的標準差）作為風險溢價的指標。

實證模型

我們估算一個自迴歸模型以實證研究不同因素對不同期限息差的影響。[15]估算結果顯示，上述變數（或指標）能夠解釋息差的變動。它們的系數（即不同變數對當前息差的量化影響）大致與預期方向相符，且當中多個系數在統計上結果顯著（表B3.B）。當中，息差滯後值的估計系數介乎0與1之間，顯示息差存在隨着時間而收窄的傾向，部分反映利率套戥活動的影響。另外，銀行間流動資金狀況收緊（正如港元貸存比率及風險溢價上升），似乎會導致息差上升。香港股市的回報率比美國股市高導致有更多的港元資金流入，以及港元匯率出現升值預期，似乎都會使息差下降。金管局的外匯操作亦會令息差下降，但在全球金融危機之後，這種關係大為減弱。這個結果有利證明在銀行間拆借市場，供應曲線現時與需求曲線的相對扁平部分相交，因此供應（即總結餘）的變化對息差的影響甚小。

表B3.B
自迴歸模型的估計結果

模型：息差(t) = 平均息差 + α 息差(t-1)+ β 變量(t)+ ε(t)

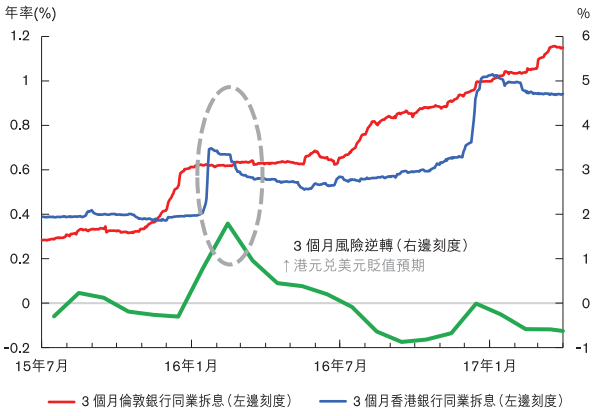
解釋變量	隔夜模型	1個月模型	3個月模型	12個月模型
息差（滯後值）	0.43	0.38	0.54	0.74
金管局的外匯操作淨額				
（1996年1月－2003年10月）	–	–	–	–
（2003年11月－2008年9月）	≈0	–	–	–
（2008年10月至今）	≈0	≈0	≈0	≈0
港元貸存比率	+	+	+	+
香港與美國股市回報差異	–	–	–	–
港元兌美元匯率預期	–	–	–	–
風險溢價	+	+	+	+

註：灰色項目表示在統計上影響並不顯著。
資料來源：金管局職員估算結果。

我們的模型有助解釋在總結餘不變或金管局外匯操作不存在的情況下，為何息差仍會出現波動。例如，模型的分解結果顯示，較長期限的息差於2015年底及2016年底美國加息之後所出現的波動乃受港元兌美元匯率的預期變化所驅動（圖B3.5），而當時總結餘並沒有變動。尤其在2016年首兩個月，匯率預期變量可解釋超過七成的3個月息差上升預測。另外，息差在2016年12月快速上升，我們亦得到類似的分解結果。不過，有證據顯示當時息差上升亦受一些臨時因素影響，包括市場對美國貨幣市場改革的預期及年末資金需求等。

[15] 有關這個自迴歸模型及實證結果的詳情，請參閱Cheung等人(2017)。

圖B3.5
近來港元預期對息差變動的影響



資料來源：CEIC、摩根大通及金管局。

結論

本專題研究從概念上探討一些影響息差變動的基本因素。我們的研究顯示，除利率套戥活動外，息差的大小亦會受銀行間流動資金狀況、港元匯率及資金流動，以及風險因素所影響。尤其值得注意的是，雖然利率套戥活動可以令息差收窄，但這個過程未必會短期內觸發兑換保證並促使金管局進行外匯操作。我們亦利用實證模型去解釋在總結餘維持穩定的情況下香港銀行同業拆息近期的變動，並且説明於2016年，較長期限的息差變動部分是受港元兑美元匯率的預期變動所影響。

專題4
人民幣的避險性[16]

引言

經過四分一世紀的快速經濟增長，中國現已成為全球最大貿易國，進出口額分別佔世界總額的10%及12%以上。加上自2005年至2015年期間逾兩倍的外商直接投資增幅，令人民幣成為最常用的國際支付貨幣之一。[17]繼2016年10月被納入國際貨幣基金組織的特別提款權籃子後，人民幣現已成為公認的國際貨幣。在此背景下，我們就人民幣作為金融資產的避險性作出評估。

甚麼是避險性及如何衡量避險性？

所謂貨幣「避險性」，我們指的是從投資者角度而言貨幣所發揮的避險作用。避難所通常是發生戰爭或自然災害等災難時用以躲避及保護自身的地方。而避險性貨幣則可被視為一種能於金融動盪時用以保護購買力的貨幣。

我們利用貨幣期權市場來量度貨幣的避險性，原因是它可為投資者提供迅速有效的途徑，以進行貨幣持倉或對沖海外投資匯率風險。然而，僅是認購期權或認沽期權本身的價格並不能反映貨幣的安全或風險程度。其原因是，當遇上市場動盪時，認購及認沽期權的價格都可能隨波幅加劇而上升。因此，我們集中分析認購期權與認沽期權之間的差價，即貨幣的風險逆轉。倘市場傾向於預期該貨幣升值，其風險逆轉將上揚，反之亦然。我們認為，倘某貨幣的風險逆轉在市場動盪時上揚，則可視該貨幣為避險性貨幣。

方法

當全球金融市場風險加劇，投資者會撤出被視為高風險的貨幣，轉至被視作具避險性的貨幣；倘風險降低，投資者則會較安心持有以高風險貨幣計值的資產。因此，對於具避險性（或下跌風險較低）的貨幣而言，其風險逆轉應與避險情緒成正比。相反，高風險（或下跌風險較高）貨幣的風險逆轉則應與避險情緒成反比。我們透過分位數迴歸方式估計上述關係，這方法有助於理解在極端市況（即尾端風險）下的關係。[18]具體而言，實證模型界定為：

$$\Delta RR_{it} = const + \beta_i \Delta RiskAversion_t + \gamma_i \Delta RR_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

其中RR_{it}是當時間為t時貨幣i的風險逆轉，而$RiskAversion$為避險情緒指數，系數β_i量度投資者對避險情緒的敏感度，而$const$及ε則分別表示常量及誤差項，Δ為一階差分算子，ΔRR_{it}的滯後值則用於控制序列相關性。

數據

我們的數據包括交易量最大的二十種貨幣（及黃金作為參考）的風險逆轉。[19]該等貨幣包括特別提款權籃子中的五種，即美元、歐元、英鎊、日圓及在岸人民幣(CNY)與離岸人民幣(CNH)。[20]

16 此專題乃基於方栢榮及黃潤堂(2017)「人民幣的避險性」，金管局研究備忘錄10/2017。

17 根據環球銀行金融電信協會(SWIFT)2015年12月的報告，人民幣為全球第五項最常用的支付貨幣。

18 具體而言，所選的分位數指標q，會視乎額外透過普通最小平方(OLS)法所估算出β_i的方向，被設為0.95或0.05。倘OLS系數方向明顯為正（負）值，則q將被設為0.95(0.05)。若方向不明顯，則會選擇在估算分位數迴歸時能使β_i達至較高絕對值的q數值。

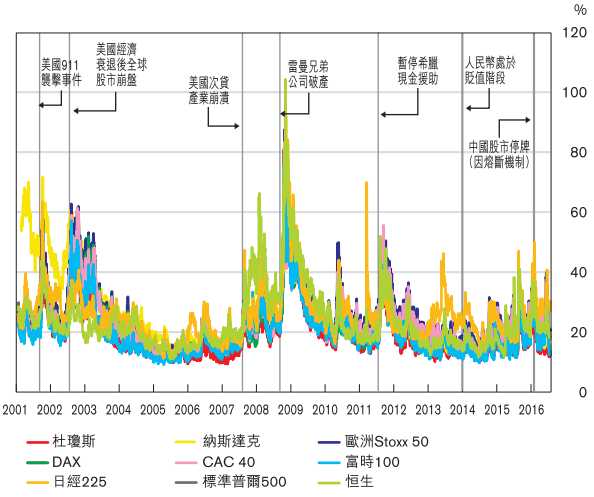
19 我們採用各貨幣三個月期delta值為25之風險逆轉作分析。當一個貨幣匯率變動為100%時，其delta值為25的相應期權價格將變動25%。

20 其他貨幣包括南非蘭特、澳元、巴西雷亞爾、加元、港元、印度盧比、韓元、墨西哥披索、新西蘭元、挪威克朗、俄羅斯盧布、新加坡元、瑞典克朗、瑞士法郎及土耳其里拉。選擇上述貨幣乃基於國際結算銀行所公佈的《2016年三年一度央行外匯市場及場外衍生品市場調查報告》中各種貨幣的日均成交量。

避險情緒指數由九個主要股票市場波幅指數（標準普爾500、杜瓊斯工業平均指數、納斯達克指數、歐洲Stoxx 50指數、DAX指數、CAC 40指數、富時100指數、日經225指數及恒生指數）的第一主分量構成（圖B4.1）。

本研究報告樣本期為2011年7月27日（受限於數據可用性）至2017年3月31日。[21]

圖B4.1
股市波幅指數

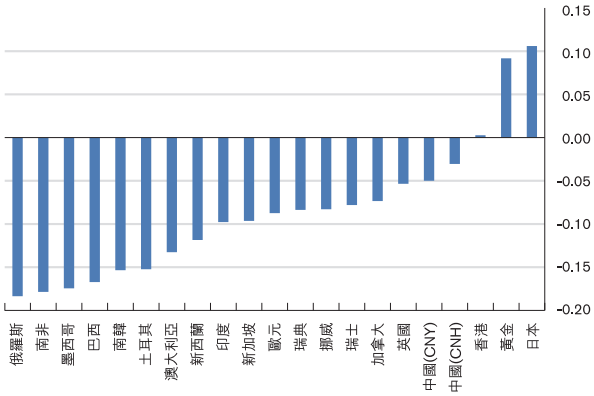


數據來源：彭博。

實證結果

圖B4.2概括了整個樣本期間各貨幣風險逆轉（相對美元）對避險情緒的敏感度實證結果。由於除日圓外，所有貨幣的估計系數均為負值，顯示以美元為基礎貨幣的投資者認為該等貨幣的風險會較高。[22]在芸芸風險較高的貨幣中，人民幣於整個期間的避險性最高。

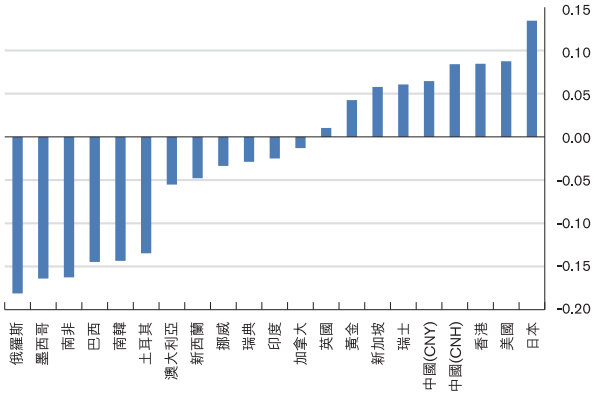
圖B4.2
風險逆轉（相對美元）對避險情緒指數的敏感度



資料來源：金管局職員估計數字。

於整個樣本期間，各貨幣相對歐元的風險逆轉存在較多正值系數，其中日圓的系數最大，其後為美元、瑞士法郎及少量亞洲貨幣（圖B4.3）。這表明在市場動盪時，以歐元為基礎貨幣的投資者視該等貨幣為避險資產。同樣地，人民幣被視為較歐元更具避險性，而且亦被視為避險性最高的貨幣之一。

圖B4.3
風險逆轉（相對歐元）對避險情緒指數的敏感度



資料來源：金管局職員估計數字。

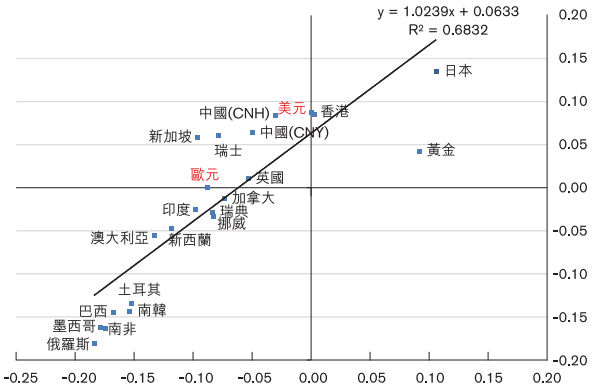
[21] 直至2013年年底，人民幣總體呈升值趨勢，而自2014年年初左右開始則呈貶值趨勢。方栢榮及黃潤堂（2017）亦有將樣本期分為兩部分但結果極為接近。

[22] 港元的估計系數十分接近零，顯示該貨幣的避險性與美元相若。這可能是因為聯繫匯率制度所致。同時，瑞士法郎於樣本期間的避險性排於英鎊以及加元之後。這可能是由於瑞士國家銀行於2015年初突然決定中止瑞士法郎與歐元的掛鈎所帶來的震盪所致。

另外，儘管CNY與CNH市場有所分隔，從以美元及以歐元為基礎貨幣的投資者的角度來看，它們的避險性極為接近。CNH避險性一貫高於CNY（雖然相差僅屬輕微），原因可能在於離岸市場的價格發現過程更具效率。[23]

最後，為比較以美元及以歐元為基礎貨幣的投資者之間對各貨幣避險性的看法，我們繪製了整個樣本期間其相應避險性的散佈圖（圖B4.4）。由圖中可見，最佳迴歸線的斜率極為接近一，表明兩組投資者對不同貨幣的避險性評估大致相同。[24]

圖B4.4
相對美元與相對歐元的貨幣避險性比較



x軸：相對美元的避險性
y軸：相對歐元的避險性

資料來源：金管局職員估計數字。

結論

此研究報告根據風險逆轉於極端市況下的表現，以評估在岸及離岸市場人民幣，以及其他交易量最大的貨幣（包括特別提款權籃子貨幣）的避險性。實證結果表明，若以貨幣避險性來量度，以美元及以歐元為基礎貨幣的投資者一貫視CNY及CNH之避險性甚高。而在特別提款權籃子當中，它們雖被視為較日圓及美元高風險，但卻較歐元及英鎊更具避險性。

23 詳情請參閱Cheung等人（2016），「The Renminbi Central Parity: An Empirical Investigation」，香港金融研究中心工作論文，編號10/2016，及Cheung等人（2017），「The RMB Central Parity Formation Mechanism after August 2015: A Statistical Analysis」，香港金融研究中心工作論文，編號06/2017。

24 最佳迴歸線所具正截距說明美元被視為較歐元更具避險性。

資產市場

市場對全球經濟及企業盈利前景感到樂觀，刺激香港股市進一步造好。不過，雖然市場波幅徘徊在歷史低位，但已有跡象顯示，投資者對「黑天鵝」事件的可能性愈發審慎。在資金流入的背景之下，港元債券市場穩定擴張，而離岸人民幣債券市場則進一步收縮。住宅物業市場再度活躍，但自從於5月份推出宏觀審慎監管措施之後，樓價的升幅呈現放緩跡象。

4.3 股市

於回顧期內，香港股市進一步造好，恒生指數(恒指)於8月份下旬觸及27個月以來的新高(圖4.17)。股市節節攀升，反映市場情緒樂觀，相信全球經濟及企業盈利仍然沿着持續增長的軌道前進。在市場一致看好之下，本地市場自2月份以來開始錄得淨資金流入，而反觀前兩年，資金流動淨額卻以負值為主(圖4.18)。與此同時，摩根士丹利資本國際(MSCI)決定將在上海及深圳上市的A股納入其新興市場指數，為全球投資者參與內地股市奠定基礎。不過，對於這個期待已久的消息，市場的反應卻較為平靜。[25]

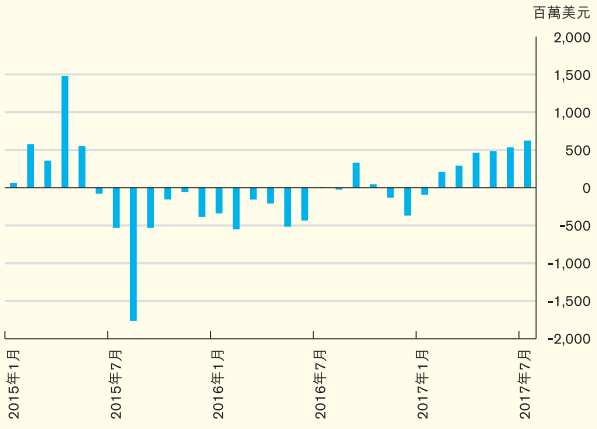
儘管面臨朝鮮半島局勢緊張及歐洲頻遭恐怖襲擊等地緣政治風險事件，但在強勁的升勢下，市場波幅仍相對較小，恒指期權引伸波幅一直在歷史低位附近徘徊(圖4.19)。然而，偏斜指數(亦稱為「黑天鵝指數」，一個衡量美國市場尾端風險的指標)一直維持在遠高於長期歷史平均水平的位置，表明市場的避險需求相當殷切[26]，並意味美國市場已反映黑天鵝事件的風險。考慮到香港是一個高度開放的市場，一旦發生衝擊，本地市場可能承受重大的外溢效應。

整體而言，恒指及恒生中國企業指數(HSCEI，亦稱作H股指數)於3至8月期間分別上升17.8%及10.1%，而恒指期權引伸波幅則處於10%至20%這個相對較低的範圍。

圖4.17
香港股票價格

資料來源：彭博。

圖4.18
香港的股票基金淨流量

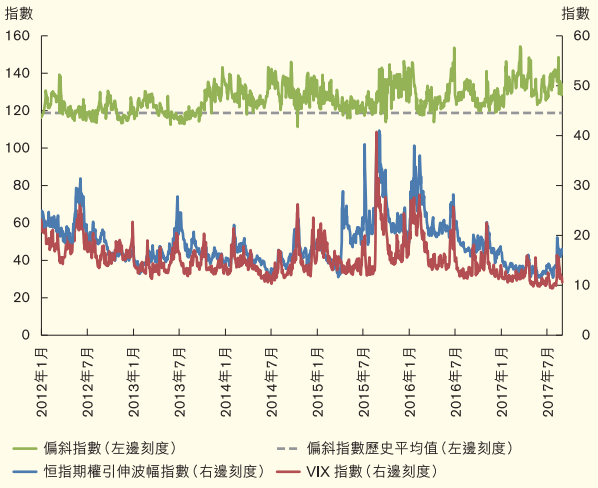


資料來源：EPFR Global。

[25] MSCI於2017年6月20日宣佈，自2018年6月起將中國A股納入MSCI新興市場指數。按備考基準計算，將被納入指數的222隻中國A股大盤股佔指數的權重約為0.73%。

[26] 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率可以忽略不計。隨着偏斜升至100以上，標普500指數回報分佈的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew。

圖4.19
恒指及標普500的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

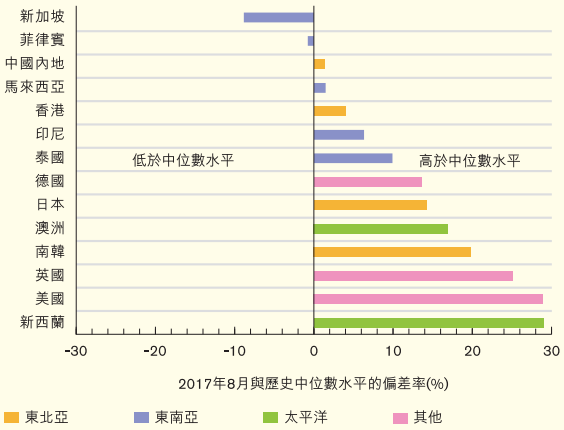
於回顧期間，內地與香港市場的股價差距有所擴大。截至8月底，恒生中國AH股溢價指數較2月底上升約8.7%（圖4.20）。價格差距擴闊，可能是由於內地經濟受不明朗因素纏繞，因而導致內地與香港投資者之間存在股票估值差異。[27]

圖4.20
恒生中國AH股溢價指數

資料來源：彭博。

市場對經濟前景感到樂觀，刺激港股市盈率攀升至六年的新高。儘管如此，按經週期性調整市盈率衡量，港股的估值相較其他主要市場仍然吸引（圖4.21）。[28]展望未來，預期本港股市仍會容易受到外圍市況影響。尤其是考慮到美國的偏斜指數，包括香港在內的所有股市的尾端風險甚高。

圖4.21
亞太區及其他主要市場的經週期性調整市盈率



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

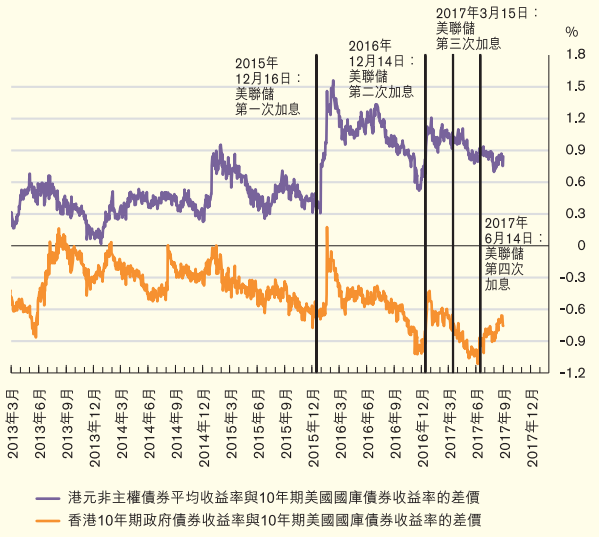
27 詳見Chung, Hui及Li(2013)「Explaining share price disparity with parameter uncertainty: Evidence from Chinese A- and H-shares」，《Journal of Banking and Finance》，第37期，2013年，1073至1083頁。

28 經週期性調整市盈率乃基於Campbell及Shiller (1988)，「Stock prices, earnings, and expected dividends」，《Journal of Finance》，第43(3)期，第661至676頁。與傳統的市盈率不同，經週期性調整市盈率採用實質盈利的10年移動平均值作為分母，以消除週期性因素對企業盈利的影響，並就股票估值隨著時間的變化提供較為一致的估計。

4.4 債券市場

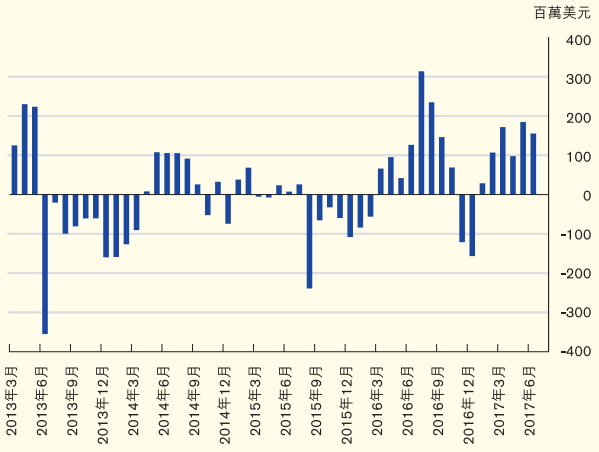
鑑於年初至今港元債券對美國國庫債券的收益率差價收窄以及資金持續流入，港元債券市場於2017年上半年穩定擴張。年初至今美國聯邦基金利率目標範圍的兩次上調均在市場預料之內，因此港元債券市場保持平穩，對美國國庫債券收益率的信貸息差普遍下滑（圖4.22）。在此背景下，今年上半年香港債券市場持續錄得債券資金流入（圖4.23）。

圖4.22
港元債券與10年期美國國庫債券的收益率差價



資料來源：金管局、美銀美林及彭博。

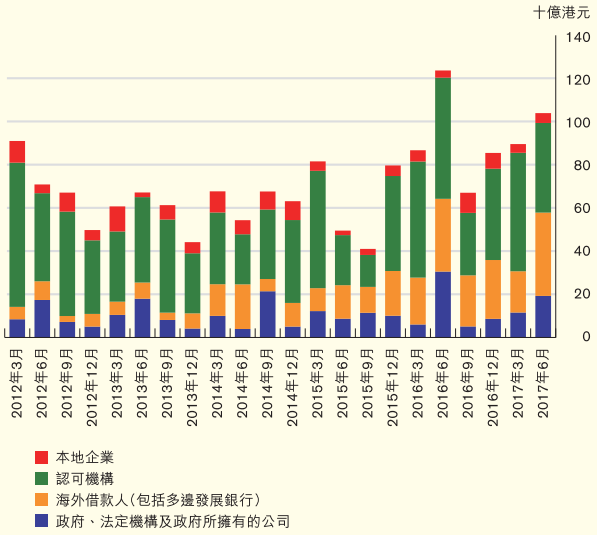
圖4.23
香港的債券基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

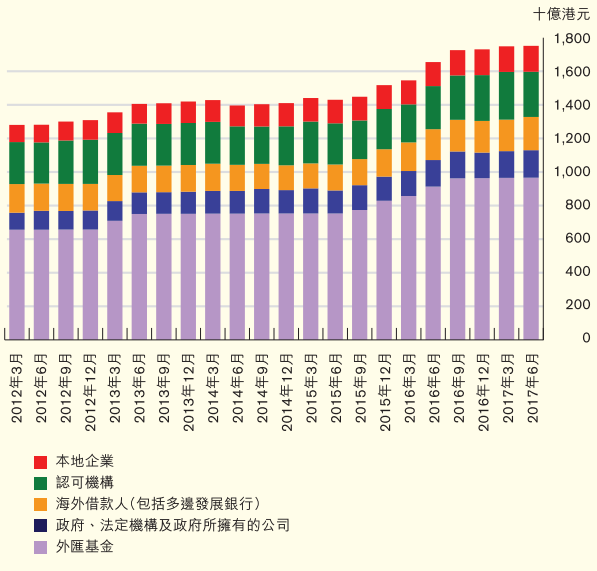
由於收益率差價收窄及資金持續流入，港元債券發行總額按年增長7.4%至16,214億港元，其中公營機構及海外借款人（包括多邊發展銀行）分別錄得9.2%及4.0%增幅，超過本地私營機構錄得的11.3%減幅（圖4.24）。由於發行額持續增加，未償還港元債券總額截至2017年6月底增長5.9%至17,516億港元，相當於港元M3的25.6%或整個銀行業港元資產的22.1%（圖4.25）。有關增幅主要來自外匯基金，其未償還債券增長5.8%至9,656億港元。

圖4.24
新發行的非外匯基金票據及債券港元債券



資料來源：金管局。

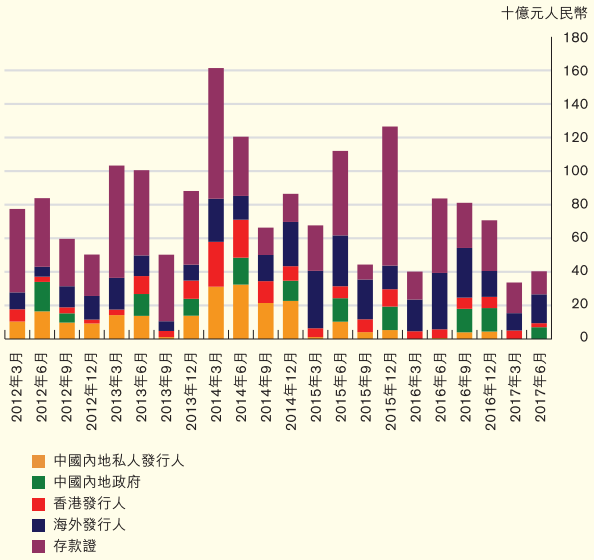
圖4.25
未償還的港元債券



資料來源：金管局。

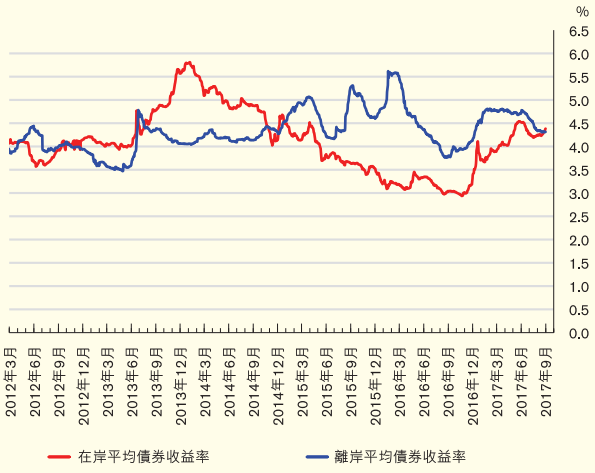
香港離岸人民幣債券市場持續萎縮，存款證發行額及海外發行人的非存款證債務證券發行額均大幅下跌。2017年上半年，離岸人民幣債券市場的發行總額為743億元人民幣，按年下降40.1%（圖4.26）。其中，中國內地私人發行人、香港發行人及海外發行人的新發行非存款證債務證券分別減少58.3%、24.0%及47.4%至3億元人民幣、74億元人民幣及276億元人民幣，部分原因是在岸融資成本持續較低（圖4.27）。

圖4.26
新發行的離岸人民幣債務證券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

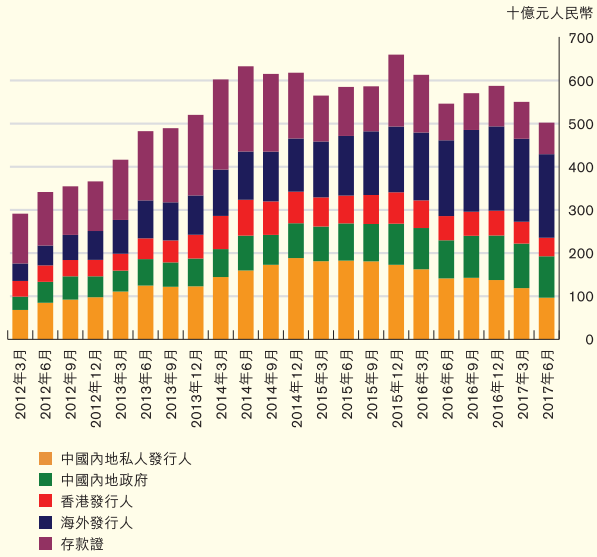
圖4.27
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



資料來源：彭博、恒生指數有限公司及中央國債登記結算有限公司。

由於新債發行額減少，香港的未償還離岸人民幣債券於2017年6月底按年收縮8.1%至5,022億元人民幣（圖4.28）。中國內地私人發行人及香港發行人的未償還非存款證債務證券的跌幅，加上未償還存款證的減幅，超過海外發行人及中國內地政府的未償還債券的增幅。

圖4.28
未償還離岸人民幣債務證券（按剩餘期限劃分）



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

展望未來，離岸人民幣債券市場的短期前景將受人民幣匯率及在岸與離岸融資成本差距的不明朗因素影響。長期來看，離岸人民幣債券市場有望通過各種渠道與在岸市場的更緊密地互動，其中包括7月份推出的債券通、首個中國主權債券離岸期貨市場[29]及在岸債券納入全球債券指數。[30]

[29] 2017年3月24日，香港期貨交易所有限公司宣佈推出5年期中國財政部國債期貨合約。該產品是首隻於離岸人民幣定息市場引入的、基於在岸中國政府債券的利率風險管理工具。

[30] 2017年3月1日，彭博推出「全球綜合+中國指數」及「新興市場本地貨幣政府+中國指數」，將人民幣債券納入全球定息指數。2017年3月7日，花旗集團宣佈將中國在岸債券納入其新興市場政府債券指數、亞洲政府債券指數及亞太政府債券指數。

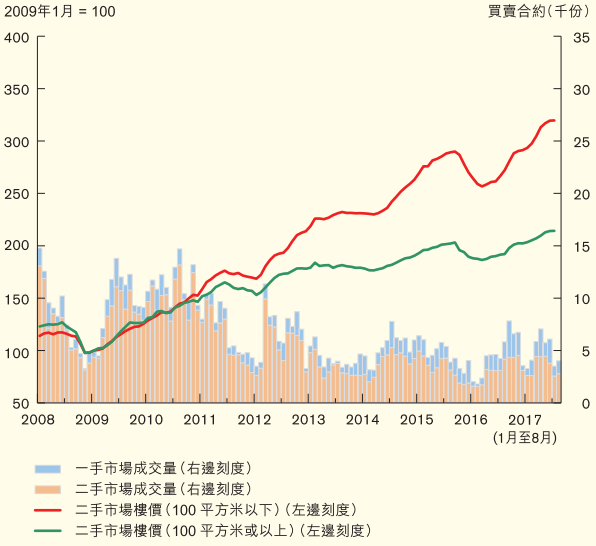
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場於年初短暫放緩之後，自3月份以來又再表現活躍。在市場情緒高漲及銀行按揭業務競爭愈趨激烈的環境下，住宅每月平均成交量由2017年首兩個月的約3,700宗上升至3至6月份的約6,200宗（圖4.29）。當中一手市場的成交反彈至接近2016年下半年的水平，而二手市場的成交亦見增加。事實上，二手市場樓價持續攀升，並於6月份超越2015年9月的高位達9.9%。中小型單位價格（實用面積小於100平方米）的上升速度依然較大型單位（實用面積100平方米或以上）為快。

鑑於樓價不斷攀升，加上銀行的按揭業務競爭日趨激烈，金管局於5月19日就物業按揭推出第八輪審慎監管措施，旨在加強銀行的風險管理，以及維護銀行體系穩定。[31]實施新一輪審慎監管措施之後，樓價升幅呈現放緩跡象，而7月和8月的市場平均成交量對比上半年亦有所下跌。

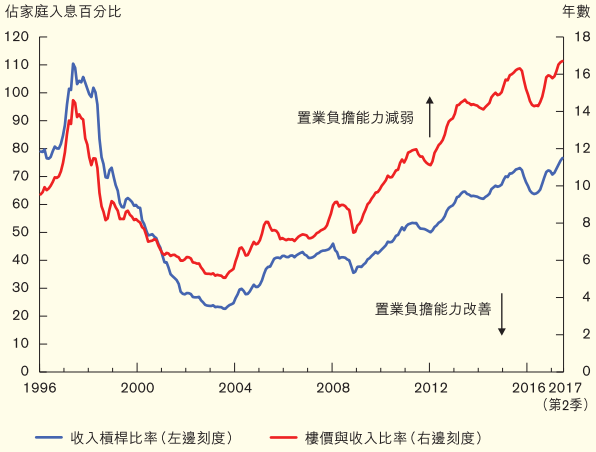
圖4.29
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

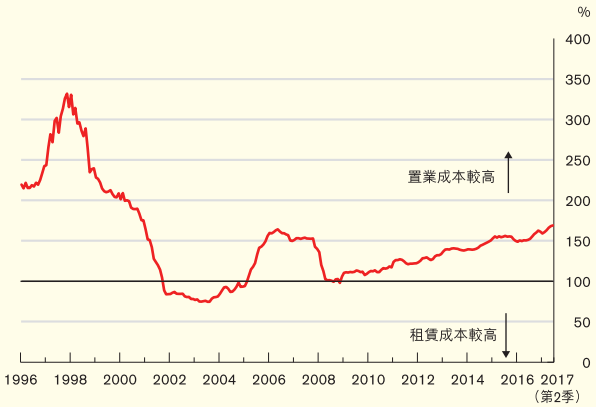
近期樓市活躍再度引發對家庭負擔能力的憂慮。樓價與收入比率於第2季為16.6，高於1997年的高峰值14.6。收入槓桿比率亦達到75.5%，遠高於約50%的長期平均值（圖4.30）。[32]由於6月份住宅租金收益率仍保持在2.0至2.8%的低位，衡量樓宇使用者相對成本的買租價差仍然高企，達到176.1%（圖4.31）。[33]

圖4.30
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖4.31
買租價差



註：本指標按一個50平方米單位的平均置業成本與相應租賃成本的比率計算。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

31 詳情請參閱金管局於5月19日發佈的通告「物業按揭貸款的審慎監管措施」。

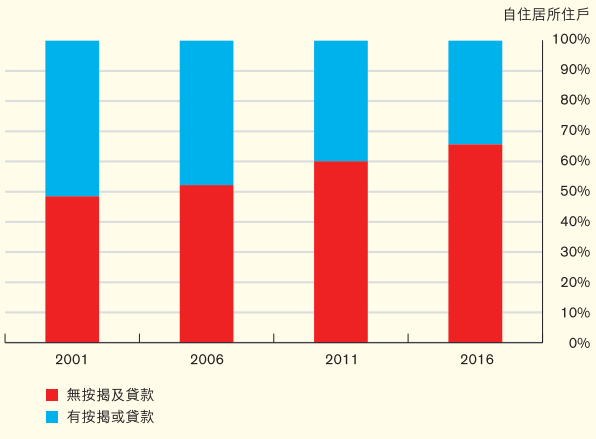
32 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。另外，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭計算）的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率與借款人的實際供款與入息比率不同，金管局的審慎監管措施對後者設有上限。

33 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

一般而言，在置業負擔能力偏緊的環境下，因置業人士槓桿過高而引致的系統性風險可能會較高。然而金管局自2009年以來就按揭貸款推出的八輪宏觀審慎監管措施已有效地減低此類風險，並鞏固了銀行的風險管理及抵禦沖擊的能力。新批出按揭的平均按揭成數從實施措施前的64%降至今年7月份的48%，而供款與入息比率亦降至34.0%。

然而，最近出現的家庭融資渠道值得關注。根據市場觀察所得，年輕置業人士獲父母幫助買樓的現象越漸普遍。有些年輕置業人士的置業所需資金，部份是來自於父母的物業進行再按揭或加按的資金。雖然我們未能取得相關的物業成交數據，但考慮到樓價高企，以及無按揭的自住居所住戶所佔比例較高（圖4.32），這種由父母提供財務支持的方法或已變得更加普遍。由於物業經銀行加按或再按同樣須遵守現時宏觀審慎監管措施下的按揭條件，因此對銀行業的系統性風險影響應該有限。然而，從家庭層面而言，他們抵禦收入衝擊的能力會較以前脆弱，尤其是置業能力較弱的買家。

圖4.32
有按揭與無按揭的自住居所住戶比例



資料來源：政府統計處。

地產發展商亦積極地於一手市場上提供高成數的一按貸款。雖然銀行體系並不是直接參與此類借貸，但銀行向這些地產發展商借出的貸款所存在的潛在風險值得關注。故此，金管局於5月12日宣佈新措施，要求銀行對提供按揭的地產發展商的信用風險承擔預留充足資本，具體措施是調高這類地產發展商的信用風險承擔的風險權重。[34] 儘管現時由地產發展商提供的按揭所佔的市場比例仍然較小，但仍須密切監察未來動態。

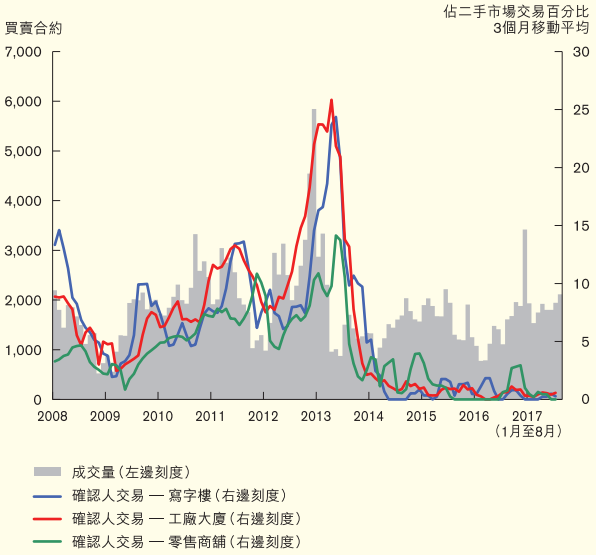
住宅物業市場前景仍然極不明朗。短期而言，鑑於預期按揭息率仍然偏低，加上預料房屋短缺的狀況仍然持續，正面的市場情緒以及地產發展商採取促銷策略，包括就新盤提供息率低於普遍市場利率的按揭計劃，亦可能會支持需求。儘管如此，房屋供應逐漸增加，或會令房屋供求缺口收窄，從而抑制樓價升幅。美聯儲縮減資產負債表及美國進一步加息對全球及本地金融狀況帶來的潛在影響，亦有可能於日後對樓市構成影響。

非住宅物業市場

非住宅物業市場於2017年上半年表現相當活躍。每月平均成交量維持在約1,800宗的水平，而反映投機活動的確認人交易仍然淡靜（圖4.33）。按物業類別進行分析，市場對優質寫字樓地段（尤其是港島區）的需求相當強勁，寫字樓的價格於上半年以8.8%的速度快速攀升（圖4.34）。由於市場情緒較為樂觀，加上私人部門重新發展工廈計劃推動需求，所以工廠大廈價格亦回升7.6%。然而，儘管零售銷售及訪港旅遊業轉趨穩定，但零售商舖的價格上升速度較為緩慢，更於6月份錄得下跌。與此同時，工廠大廈的租金與其價格上升步伐一致，但寫字樓的租金則落後於其價格升幅。非住宅物業的整體租金收益率輕微下跌至2.5至2.9%的水平。

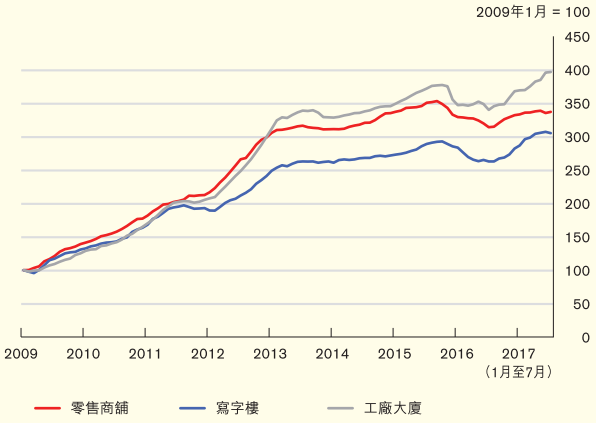
[34] 詳情請參閱金管局於5月12日發佈的通告「地產發展商貸款的風險管理」。

圖 4.33
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖 4.34
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

短期展望而言，由於投資者繼續青睞寫字樓及工廠大廈，預料非住宅物業市場會穩定增長。另外，鑑於零售銷售及訪港旅遊業的前景有所改善，優質地段零售商舖的吸引力或會上升。然而，本地利率上升的風險，以及全球金融狀況及資金流動所衍生的不明朗因素，都有可能會抑制市場對非住宅物業的投資需求。此外，預期未來兩年購物中心的供應將會增加，零售銷售類別的物業或會因此而受到影響。

5. 銀行業的表現

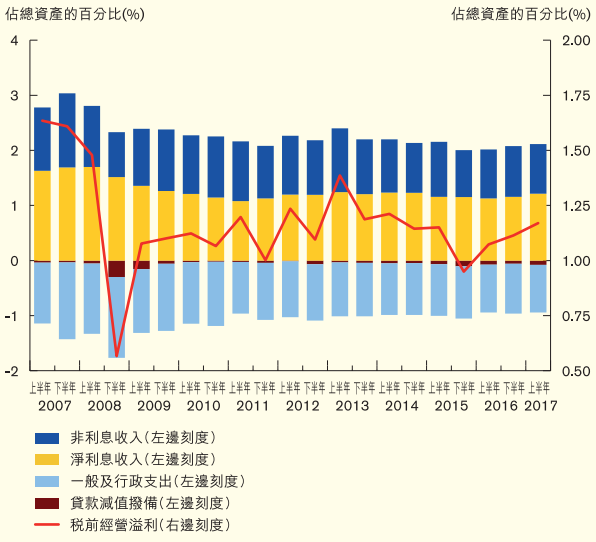
主要由於淨利息收入和非利息收入有所增長，零售銀行的盈利於2017年上半年較2016年同期有所改善。銀行的資本及流動性狀況維持穩健，貸款亦因經濟環境改善而於2017年上半年加快增長。銀行的資產質素保持良好。儘管美國加息，銀行的資金成本在龐大的零售存款基礎支持下仍於低位保持穩定。然而，鑑於香港與美國之間的息差擴大，銀行應警惕美國貨幣政策持續正常化下資金大舉外流的風險及其對本港利率的影響。另一方面，由於企業槓桿水平持續上升，個人債務負擔亦不斷增加，若利率大幅上升，銀行的資產質素將會受到考驗。因此，銀行亦應維持審慎的信貸風險管理。

5.1 盈利及資本額

盈利

2017年上半年零售銀行的整體税前盈利[35]較去年同期顯著增長18.2%。銀行的盈利全面改善，淨利息收入和非利息收入均有所增長。因此，資產回報率[36]於2017年上半年由2016年同期的1.07%上升至1.17%。（圖5.1的紅線）。

圖5.1
零售銀行盈利



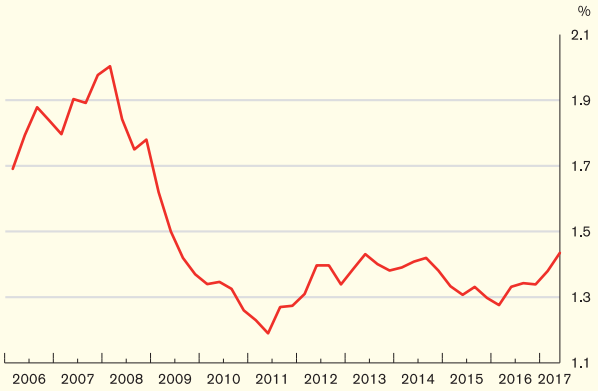
註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

零售銀行的淨息差於2017年第2季由2016年同期的1.33%擴闊至1.43%（圖5.2）。觀察證據顯示，淨息差的改善與香港銀團貸款市場港元企業貸款平均息差上升的情況一致（圖5.3）。

35 除非另有説明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

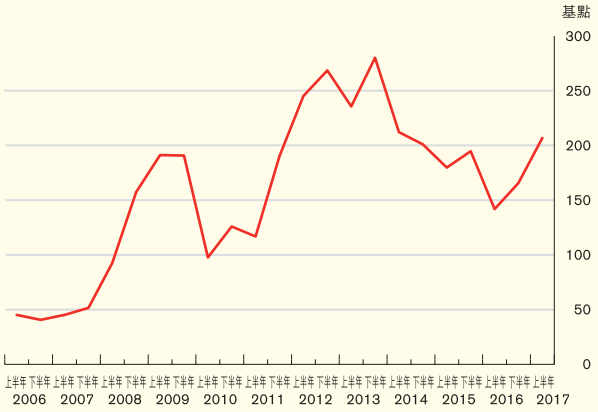
36 資產回報率按照整體税前經營溢利計算。

圖 5.2
零售銀行的淨息差



註：按季年率計數字。
資料來源：金管局。

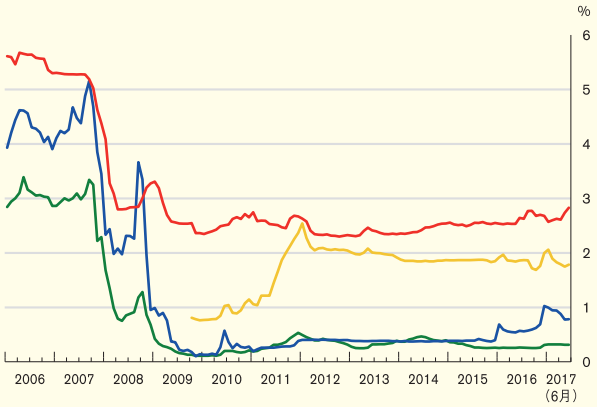
圖 5.3
港元銀團貸款的平均息差



註： 此息差指在香港進行，且以香港銀行同業拆息為基準的港元銀團貸款利率與香港銀行同業拆息的息差，再按貸款金額以加權平均計算。
資料來源：金管局職員根據 LoanConnector 數據作出的估計數字。

儘管美聯儲於2017年3月及6月兩度加息，但由於香港銀行業流動性充裕，香港的批發融資成本由近期高位回落。3個月香港銀行同業拆息由2016年12月錄得的金融危機後高位1%，下降至0.78%（圖5.4的藍線）。港元零售存款利率在報告期內於低位保持穩定。反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率在2017年6月底徘徊於0.31%。

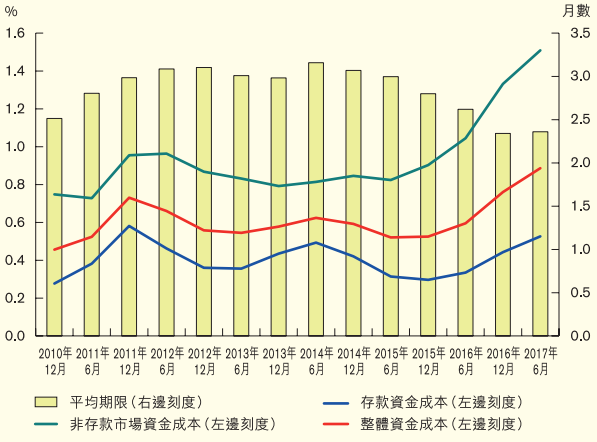
圖 5.4
利率



註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

就更廣泛層面而言，雖然香港持牌銀行整體上的資金成本自美聯儲於2015年12月啟動加息週期以來有上升趨勢，但其上升幅度於報告期內有所減緩。具體而言，持牌銀行的平均整體港元及美元資金成本在2017年上半年上升13個基點（圖5.5的紅線），而2016年下半年則上升17個基點。

圖 5.5
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



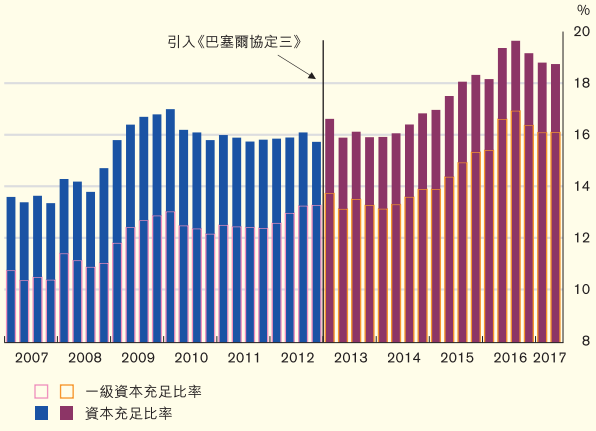
資料來源：金管局。

銀行的淨息差得以改善是由於資金狀況在美國利率正常化的背景下維持穩定，但這改善的情況可能會因按揭市場的激烈競爭而被部分抵銷。尤其是以香港銀行同業拆息為基準的新造按揭貸款平均利率已由2016年12月份的2.0%下跌至2017年6月份的1.78%。展望未來，由於美國有可能進一步加息，加上美聯儲計劃在今年稍後開始縮減其資產負債表，銀行或會很快面臨更大的資金成本上升壓力，這或會拖累銀行的淨息差。

資本額

本地註冊認可機構的綜合資本充足比率於2017年6月底輕微下降0.5個百分點至18.7%（圖5.6）。一級資本充足比率[37]亦輕微下降至16.1%，其中15.1%為普通股權一級資本。[38]然而，香港銀行業的資本額保持雄厚，且遠高於國際最低標準。

圖5.6
本地註冊認可機構資本額



註：
1. 綜合狀況。
2. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定三》。因此，自2013年3月起的資本充足比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

37 一級資本與風險加權資產總額的比率。

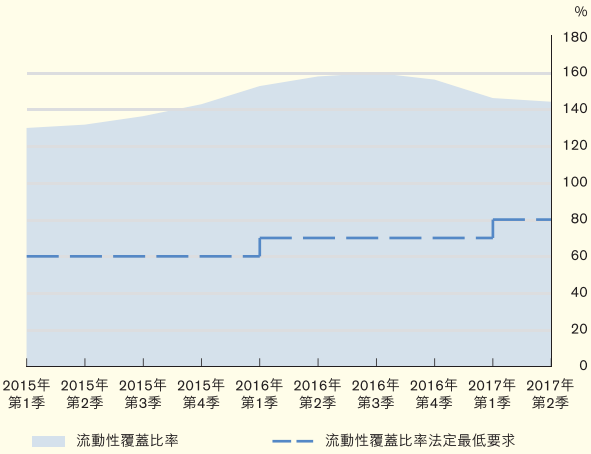
38 普通股權一級資本由認可機構的核心資本組成，其中包括普通股份及保留溢利。有關的詳細定義見《銀行業（資本）規則》，而該規則可在電子版香港法例網站查閱。

5.2 流動性及利率風險

流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」[39]要求衡量，銀行業的流動性狀況在報告期內保持穩健。雖然第1類機構的平均流動性覆蓋比率由2016年第4季的156.3%下跌至2017年第2季的144.2%（圖5.7），但仍遠高於80%的法定最低要求。第2類機構的平均流動性維持比率則維持於49.7%。認可機構流動性充裕，顯示香港銀行業能夠承受資金可能從香港外流所導致的流動性衝擊。

圖5.7
流動性覆蓋比率



註：
1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。

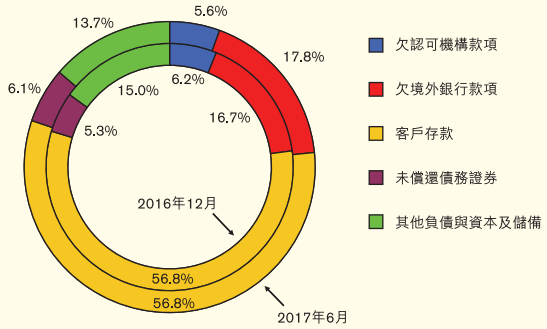
資料來源：金管局。

客戶存款仍是認可機構的主要資金來源，反映資金結構保持穩定。在2017年6月底，客戶存款佔銀行總負債的比例[40]與6個月前相比沒有變動，維持於56.8%（圖5.8）。

39 自2015年1月1日起分階段實施《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率。詳情可參閱金管局的《監管政策手冊》單元LM-1「流動性風險監管制度」。

40 由於所覆蓋的銀行不同，本報告中所匯報的數字不能與往期報告所載數字作比較。

圖 5.8
所有認可機構的負債結構

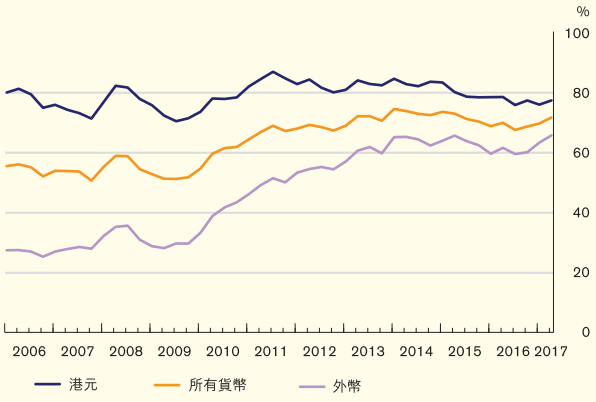


註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。

資料來源：金管局。

所有認可機構的外幣貸存比率[41]由2016年12月的59.9%上升至2017年6月的65.5%，反映報告期內外幣貸款及墊款的增速快於外幣存款（圖5.9）。與此同時，由於港元貸款及存款在報告期內的增速相若，港元貸存比率在2017年6月沒有變動，維持於77.1%。整體而言，以所有貨幣計算的貸存比率由6個月前的68.4%上升至71.4%。

圖 5.9
所有認可機構的平均貸存比率



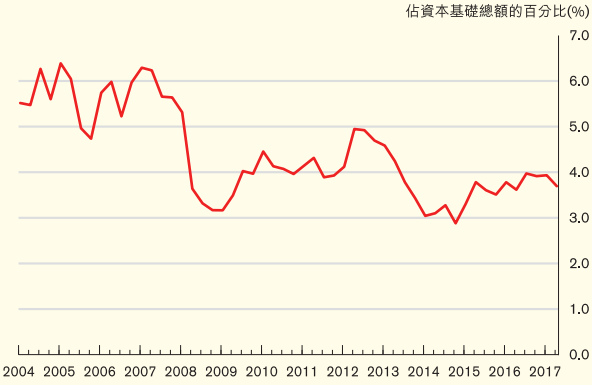
資料來源：金管局。

41 由於所覆蓋的銀行不同，本報告中所匯報的貸存比率數字不能與往期報告所載數字作比較。

利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔仍穩定地保持於低位。我們估計假設在利率全面上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，會相當於其於2017年6月底資本基礎總額的3.69%（圖5.10）。[42]然而，鑑於預期美國將再度加息以及美聯儲即將展開的資產負債表正常化，銀行應評估此情況對其利率風險管理的影響。

圖 5.10
利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響



註：
1. 利率衝擊指200個基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險承擔的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳[43]的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

資料來源：金管局。

5.3 信貸風險

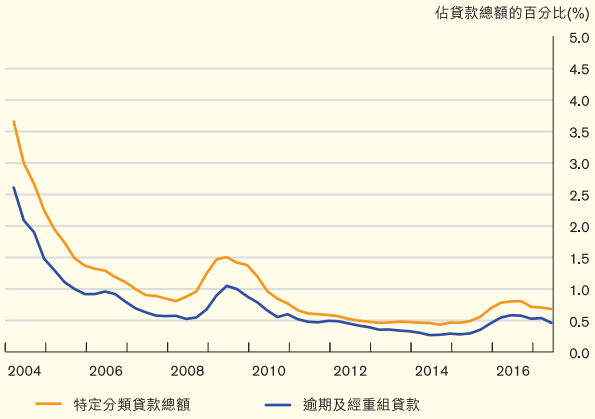
概覽

於報告期內，銀行貸款組合的資產質素略有改善。於2017年6月底，所有認可機構的總特定分類貸款比率和逾期及經重組貸款比率分別下降至0.83%及0.61%，而於2016年年底則分別為0.85%及0.67%。就零售銀行而言，總特定分類貸款比率與逾期及經重組貸款比率亦分別下降至0.68%及0.46%（圖5.11）。

42 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

43 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構只須填報銀行帳的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

圖5.11
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

主要受到本地及外圍環境改善支持，信貸增長繼續加快。按半年計，認可機構的總貸款額於2017年上半年增長10.2%，而2016年下半年則為4.2%。

然而，銀行對短期信貸增長的預期已趨於持平。金管局2017年6月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，預期未來3個月貸款增長將保持不變的受訪認可機構的比例已由2016年12月的62%大幅上升至86%，而預期貸款增長加快的受訪認可機構的比例則下降至5%（表5.A）。

表5.A
預計未來3個月貸款需求

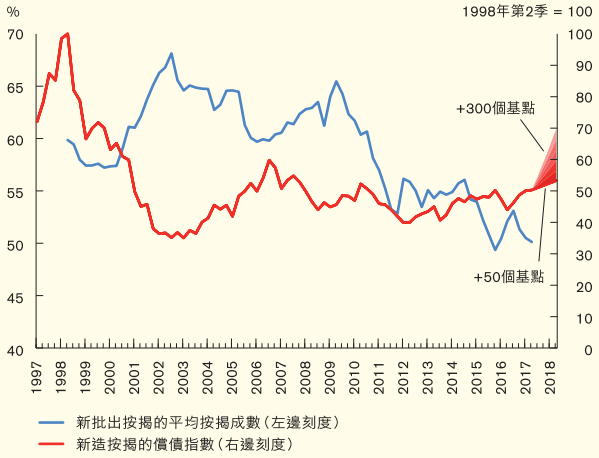
佔受訪機構總數的百分比(%)	2016年9月	2016年12月	2017年3月	2017年6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	5	14	5	5
保持平穩	71	62	81	86
略為下降	24	24	14	10
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

個人貸款[44]

報告期內個人貸款的信貸風險處於低位。銀行的按揭貸款組合保持穩健，拖欠比率於2017年6月底維持在0.03%的低位。此外，新批按揭的平均按揭成數由2016年第4季的51.3%進一步跌至2017年第2季的50.1%（圖5.12）。

圖5.12
新造按揭貸款的平均按揭成數及個人債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的平均按揭利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

然而，由於新造按揭貸款平均金額有所上升（圖5.13），新造按揭的償債指數[45]由2016年第4季的48.8進一步上升至2017年第2季的50.3（圖5.12的紅線）。美國持續加息以及美聯儲計劃開始推行的資產負債表正常化均可能會對本已持續上升的個人債務負擔帶來更多壓力。據一項敏感度測試顯示，若利率上升300個基點[46]而其他條件不變，該指數可能會在4個季度內顯著上升至69.6。因此，若利率急升，個人負擔能力將會面臨重大壓力。為進一步

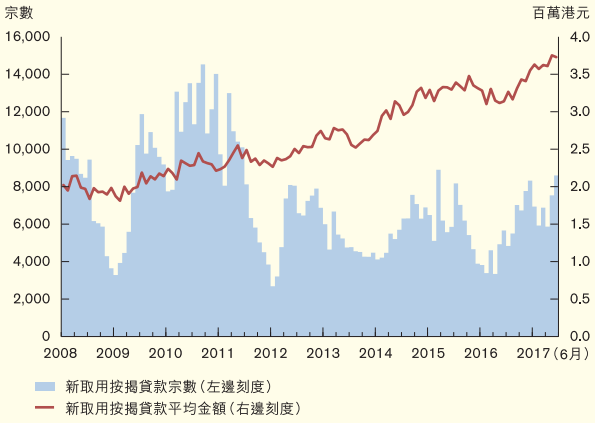
44 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為28.5%。

45 償債指數上升顯示個人收入下降、利率上升或住戶取用的平均按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警個人貸款的資產質素轉差。

46 利率上升300個基點的假設，與要求認可機構對物業按揭貸款申請人的償債能力進行壓力測試時，上調3個百分點按揭利率的審慎監管措施相符。

加強銀行對按揭貸款組合的風險管理，金管局於2017年5月推出第八輪銀行按揭貸款宏觀審慎監管措施。[47]

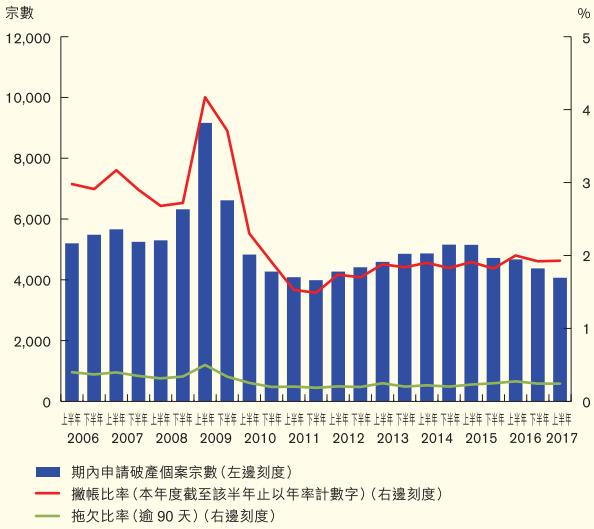
圖5.13
受訂認可機構的新造按揭貸款



資料來源：金管局住宅按揭統計調查。

無抵押個人貸款的信貸風險於2017年第2季維持可控。於2017年6月底，按年率計的信用卡撇帳比率與拖欠比率分別為1.93%及0.25%，與2016年12月相比大致保持不變(圖5.14)。

圖5.14
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案



資料來源：破產管理署及金管局。

公司貸款[48]

鑑於企業槓桿水平的上升趨勢(圖5.15)，美國利率正常化的步伐仍然是影響企業貸款信貸風險的關鍵因素。正如往期報告[49]所述，本地及非本地企業槓桿比率的趨勢於全球金融危機後表現出顯著差異，因此我們需分開兩個組別的企業以評估其各自的槓桿比率。以截至2016年年底的會計數據計算，非本地企業的槓桿比率(以加權平均負債與股東權益比率計算)維持於約81%的高位，而本地企業的槓桿比率亦微升至42%。非本地企業的槓桿比率偏高，表示這些企業較容易受到利率衝擊影響。因此，銀行應審慎評估加息對其非本地企業貸款的信貸風險承擔的影響。

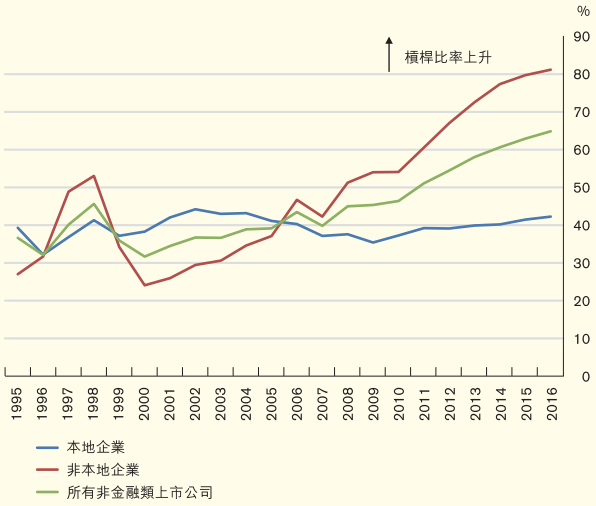
展望未來，鑑於2017年上半年企業貸款及在香港境外使用的貸款錄得強勁增長，本地及非本地企業的槓桿比率很可能會進一步上升。銀行應針對持續上升的企業槓桿水平維持審慎的信貸風險管理。

47 金管局於2017年5月19日推出新一輪物業按揭貸款的審慎監管措施，旨在加強認可機構的風險管理，以及保障銀行體系的穩定。這些措施包括下調特定組別借款人的最高按揭成數以及供款與入息比率上限。此外，金管局亦要求採用內評法的認可機構將2017年5月19日後批出的新造按揭貸款風險權重的下限，從15%上調到25%。詳情請參閱金管局於同日發佈的新聞稿「物業按揭貸款的審慎監管措施」。

48 不包括銀行同業貸款。於6月底，公司貸款佔本地貸款的比例為71.4%。

49 詳情請參閱2016年9月《貨幣與金融穩定情況半年度報告》「專題4：評估香港的企業槓桿」。

圖 5.15
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 加權平均數。
2. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地企業分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2017年8月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的中國內地相關貸款於2017年上半年有所增加。內地相關貸款總額由2016年年底的35,660億港元（佔總資產的15.6%）增長11.9%，至2017年6月底的39,920億港元（佔總資產的16.6%）（表5.B）。

其他非銀行類客戶風險承擔亦增長4.8%至12,980億港元（表5.C）。

表 5.B
中國內地相關貸款

十億港元	2016年9月	2016年12月	2017年3月	2017年6月
中國內地相關貸款	3,554	3,566	3,808	3,992
中國內地相關貸款（不包括貿易融資）	3,260	3,294	3,509	3,695
貿易融資	294	273	299	297
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,552	1,531	1,686	1,777
本地註冊認可機構*	1,442	1,490	1,548	1,613
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	560	545	574	603
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,481	1,436	1,545	1,663
中國內地民營企業	772	834	921	969
非中國內地企業	1,301	1,297	1,342	1,361

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

表 5.C
其他非銀行類客戶風險承擔

十億港元	2016年9月	2016年12月	2017年3月	2017年6月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	709	722	764	815
資產負債表外的風險承擔	453	517	483	483
總計	**1,162**	**1,238**	**1,246**	**1,298**

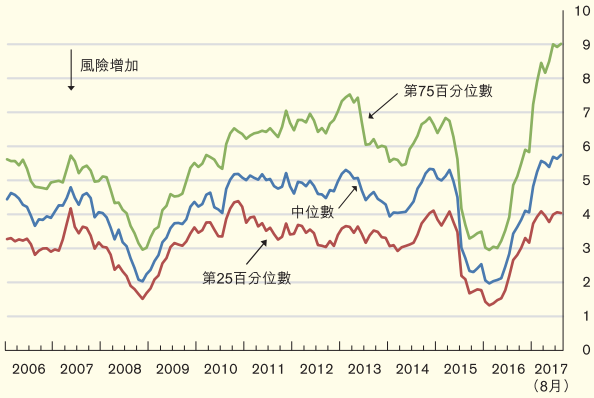
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

雖然銀行的中國內地相關貸款因其所佔份額不斷上升而令人關注，但相關的信貸風險仍維持在可控水平，原因是76%的中國內地相關貸款（截至2017年6月底的數字）是借予國有企業及非中國內地的跨國公司，而其餘借予內地民營企業的貸款中大部分均有抵押品或保證作為擔保。

一項根據市場資訊計算的違約風險指標——違約距離指數[50]——顯示，自2016年年初以來，內地企業的違約風險普遍下降（圖5.16），部分反映中國內地的經濟狀況及市場情緒有所改善。

圖 5.16
內地企業的違約距離指數



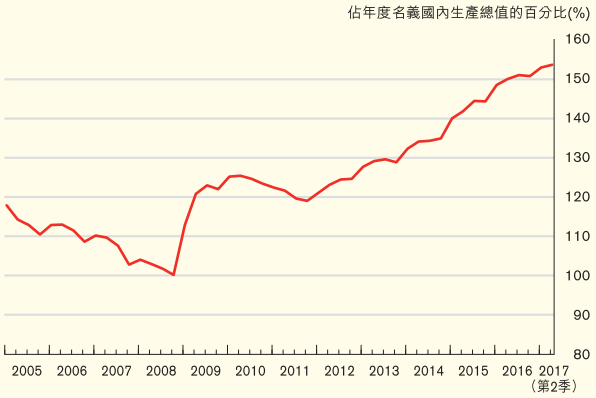
註： 違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

[50] 違約距離是根據市場資訊計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

所有認可機構內地相關貸款的的總特定分類貸款比率[51]由2016年年底的0.80%輕微上升至2017年6月底的0.88%。鑑於內地信貸與國內生產總值比率以及內地企業的槓桿比率均出現上升趨勢(圖5.17及圖5.18),銀行應繼續對其內地相關貸款維持審慎的信貸風險管理。

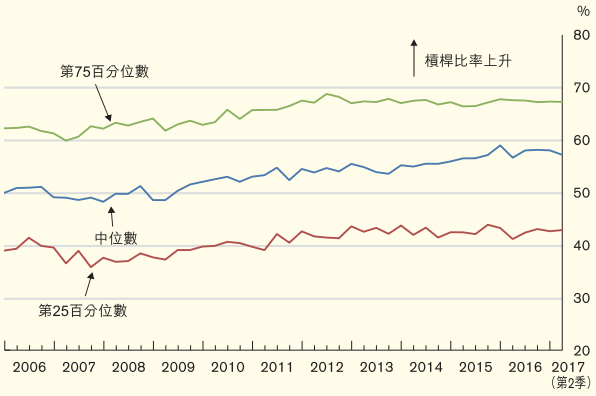
圖5.17
中國內地的信貸與國內生產總值比率



註: 信貸與國內生產總值比率定義為銀行貸款(所有貨幣)總額與最近四個季度的名義國內生產總值之和的比率。

資料來源:CEIC及金管局職員估計數字。

圖5.18
內地企業的槓桿比率



註:

1. 槓桿比率的定義為總負債與總資產之比率。
2. 此比率乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)計算得出。

資料來源:金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

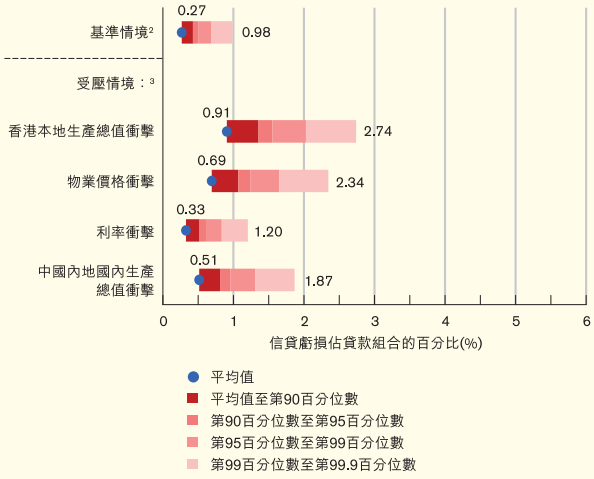
51 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

信貸風險宏觀壓力測試[52]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示,香港銀行業仍保持穩健,應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊,例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.19使用截至2017年第2季的資料,展示在四種特定的宏觀經濟衝擊[53]下,零售銀行於2019年第2季的模擬信貸虧損比率。

考慮到尾端風險,銀行在受壓情況下的信貸虧損比率(置信水平為99.9%)介乎1.20%(利率衝擊)至2.74%(香港本地生產總值衝擊)之間,幅度雖然顯著,但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%的估算貸款虧損。

圖5.19
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值[1]



註:

1. 有關評估將2017年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分佈。
2. 基準情境:兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情境:
   香港本地生產總值衝擊:香港的實質本地生產總值於2017年第3季至2018年第2季連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。
   物業價格衝擊:香港的實質物業價格由2017年第3季至2018年第2季連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。
   利率衝擊:實質利率(香港銀行同業拆息)於第1個季度(即2017年第3季)上升300基點,於第2及3個季度保持不變,於第4個季度(即2018年第2季)則再上升300基點。
   中國內地國內生產總值衝擊:年度實質國內生產總值按年增長率於1年內放緩至4%。

資料來源:金管局職員估計數字。

52 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出,該模型公式詳情載於黃學元等人(2006),「A framework for stress testing banks' credit risk」,《Journal of Risk Model Validation》,第2期,第1號,第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

53 除中國內地國內生產總值衝擊外,有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

5.4 系統性風險

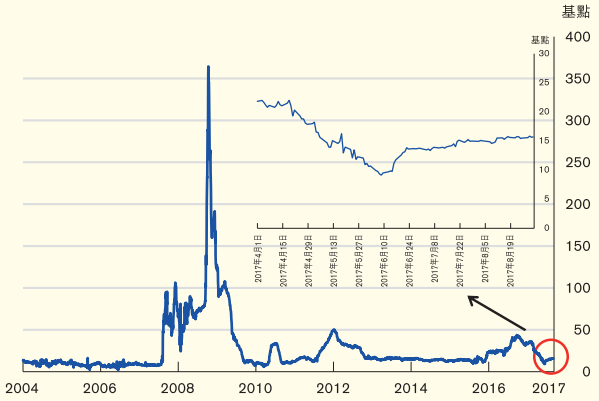
主要先進經濟體的政策不確定性是影響香港銀行業系統性風險的重要因素。在美國方面，美聯儲擬於短期內推動的資產負債表正常化已引起市場關注此舉對全球金融市場的潛在影響。儘管預期美聯儲將會採取循序漸進的方式推動資產負債表正常化，但此舉對美國國庫債券市場有何影響仍有待觀察。倘若美聯儲的資產負債表正常化和美國持續加息觸發美國利率大幅波動，可能會對全球金融狀況產生影響。若這情況發生，有可能會對香港的銀行構成多項挑戰。

尤其是若美國加息速度超出預期，企業的融資成本可能會因此上升，影響其償債能力。鑑於非本地企業的槓桿水平不斷上升，上述情況可能會對銀行的信貸風險管理構成壓力。此外，由於金融危機後香港銀行普遍增持政府債務證券，其投資組合亦可能會面臨更高的按市價估值虧損風險。[54]

鑑於港元與美元之間的利率差距擴大，美國貨幣政策正常化可能會加劇資金大量從香港銀行業流出的風險，而本港利率亦可能會因此而過度上升。

至於英國方面，英國脫歐談判結果的不確定性隨著英國大選的結果後而有所增加。鑑於香港與英國兩地銀行業聯繫緊密，一旦英國脫歐談判引發英國與歐元區經濟體之間的跨境銀行資金流出現重大變化，由此引致的溢出效應風險可能會對本港銀行業造成重大的後續影響。儘管如此，於報告期內，銀行同業融資狀況並無明顯惡化的跡象。3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差[55]（一個常用於反映短期美元融資市場中系統流動性風險的指標）大致保持穩定（圖5.20）。

圖5.20
3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差



資料來源：彭博。

另外，市場一直揣測歐洲央行和日本央行是否會開始逐步收緊其非常規貨幣政策。雖然預期這種情況於短期內並不會發生，但鑑於有多間跨國銀行於本港營運，我們不應低估一旦各國央行同時收緊其貨幣政策對本港銀行業產生的潛在溢出效應。專題5研究主要央行的貨幣政策變動如何影響香港的外國銀行。研究結果表明，這些經濟體同時收緊貨幣政策而產生的負面溢出效應可能會對香港的美元信貸供應造成壓力。然而，為促進銀行建立更穩健的資本及流動性狀況而持續推行的監管改革及審慎監管措施將有助減緩這些不利影響。

54 詳情請參閱2017年3月《貨幣與金融穩定情況半年度報告》「專題5：香港銀行的業務模式於全球金融危機後的變化及其影響」。

55 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份與每日隔夜利率指數掛鈎。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入（按約定的固定利率累計）與浮息收入（按浮動利率累計）的差額進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動性風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動性風險溢價應該很小。因此，倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動性風險。

香港的逆週期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際商議協定出的《巴塞爾協定三》標準的一部分，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。香港現正按《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB。金融管理專員於2017年1月27日公佈，由2018年1月1日起，香港適用的CCyB比率將由現時的1.25%上調至1.875%。[56]根據分階段實施安排，《巴塞爾協定三》框架下最高的CCyB比率將由2017年1月1日開始生效的佔銀行風險加權資產總額的1.25%，上調至2018年1月1日的1.875%。[57]

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標（表5.D），包括「緩衝資本參考指引」（根據信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距[58]為CCyB比率提供指引的衡量標準）。根據截至第2季末決定日期為止的資料，信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距分別由上一個公佈日期的11.5%及8.2%擴大至13.4%及10.0%。這兩個差距皆維持在高位，而與信貸及物業市場狀況有關的風險亦並未降低。以緩衝資本參考指引作簡單配對，會顯示CCyB比率為2.5%，處於《巴塞爾協定三》的範圍上限。

此外，金融管理專員亦認為從其他參考指標[59]得到的資訊與緩衝資本參考指引提供的訊號一致。

表5.D
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2016年1月14日	2017年1月27日	2017年第2季
經發佈CCyB比率	1.25%	1.875%	
生效日期	01/01/2017	01/01/2018	
緩衝資本參考指引	2.5%	2.4%	2.5%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	2.5%	2.0%	2.5%
綜合CCyB指引	2.5%	2.4%	2.5%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	15.3%	11.5%	13.4%
物業價格／租金差距	13.1%	8.2%	10.0%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與無風險利率指標的息差（百分點）	0.30%	0.75%	0.47%*
特定分類貸款比率季度變動（百分點）	0.07%	0.01%	-0.02%

註：

1. 各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發佈日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據（有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1）。如果有CCyB發佈，發佈日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發佈，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。
2. *金管局已檢討適當的無風險利率指標（先前定為「3個月隔夜指數掉期利率」），並決定將銀行同業風險息差的定義修訂為3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差，此修訂自2017年4月起生效。

資料來源：金管局。

表5.E載列銀行體系的主要表現指標。

[56] 有關決定的更多詳情，見2017年1月27日發出的「金融管理專員公佈香港適用的逆週期緩衝資本」載於金管局網站的新聞稿。

[57] 在《巴塞爾協定三》分階段實施安排下，2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%，其後每年加0.625個百分點，直至2019年1月1日達到2.5%為止。

[58] 即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

[59] 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

表 5.E
銀行體系的主要表現指標[1] (%)

	06/2016	03/2017	06/2017
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2] (季度平均數)	0.22	0.55	0.40
3個月香港銀行同業拆息 (季度平均數)	0.54	0.97	0.83
最優惠貸款利率[3] 與1個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	4.78	4.45	4.60
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距 (季度平均數)	4.46	4.03	4.17
綜合利率[4]	0.26	0.32	0.31
		所有認可機構	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	0.7	3.0	2.4
港元	1.8	5.1	4.0
外幣	-0.4	1.0	0.9
貸款總額	2.4	4.6	5.4
本地貸款[6]	3.1	4.0	5.2
在香港境外使用的貸款[7]	0.7	6.0	5.9
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	1.3	7.4	8.1
持有的可轉讓債務工具 (不包括可轉讓存款證)	2.1	1.4	-1.7
資產質素			
佔貸款總額百分比[8]			
合格貸款	97.36	97.51	97.77
需要關注貸款	1.74	1.66	1.40
特定分類貸款[9] (總額)	0.90	0.83	0.83
特定分類貸款 (淨額)[10]	0.58	0.50	0.47
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.69	0.68	0.61
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率 (總額)[11]	0.87	0.78	0.88
流動性比率 (季度平均數、綜合)			
流動性覆蓋比率 — 第1類機構	158.0	146.2	144.2
流動性維持比率 — 第2類機構	53.8	49.9	49.7
		零售銀行	
盈利			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率[12]	0.07	0.06	0.08
淨息差[12]	1.30	1.38	1.41
成本與收入比率[13]	42.7	41.1	40.7
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.04	0.04	0.03
信用卡貸款			
拖欠比率	0.27	0.27	0.25
撇帳率 — 按季年率計	2.17	1.88	2.08
— 本年度截至該月止以年率計	2.00	1.88	1.93
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率 (綜合)			
普通股權一級資本比率	15.8	15.2	15.1
一級資本比率	16.6	16.1	16.1
總資本比率	19.4	18.8	18.7

註：

1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網站。
5. 季度變動。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。
12. 有關年度截至該月止按年率計數字。
13. 有關年度截至該月止數字。

專題5
貨幣政策的輸入型溢出效應及其對香港外國銀行美元貸款的影響

引言

外國銀行是將外國貨幣政策的影響傳遞至東道國的重要媒介。作為國際金融中心之一，香港難免會受到這種輸入型溢出效應所影響。由於美國貨幣政策正常化持續，加上歐洲中央銀行和日本中央銀行或有可能撤回其非常規貨幣政策，香港外國銀行[60]的美元貸款供應或會隨着流動性狀況日漸收緊而受到重大影響。鑑於許多外國銀行香港分行於全球金融危機後在美元貸款市場變得更為活躍，加上其美元貸款資金主要透過海外（特別是來自推行了非常規貨幣政策的國家）籌集，[61]我們應該對這個情況進行詳細評估。

於此背景下，本專題以實證方式評估當這些推行了非常規貨幣政策的主要先進經濟體（即美國、歐元區、日本及英國，以下簡稱為非常規貨幣政策國家）收緊其貨幣政策時，香港外國銀行的美元貸款供應將如何受到影響。

實證模型

我們首先建立了一個季度貨幣政策指標，該指標反映四大非常規貨幣政策國家的貨幣政策。之後，我們利用計量經濟模型來闡述貨幣政策指標的季度變化（ΔMPI）以及其他因素對香港外國銀行美元貸款（以對數形式表示）季度變化（ΔL）的影響。

我們利用以下的步驟來建立這個貨幣政策指標。首先，我們取得由Krippner (2015)[62]所估算的四大非常規貨幣政策國家各自的影子政策利率。在實際政策利率降至零之前，影子政策利率在本質上是與實際政策利率一致的。而當實際政策利率達至零利率下限時，影子政策利率會繼續反映有關國家的貨幣政策立場。圖B5.1所示為四大非常規貨幣政策國家的影子政策利率。除了自2015年12月開始貨幣正常化的美國外，其他國家的影子政策利率均因其央行持續推行非常規貨幣政策而維持在負值的水平。

圖B5.1
非常規貨幣政策國家的影子政策利率

資料來源：估算影子政策利率出自Krippner (2015)。

接著，我們會替每間香港外國銀行計算出四大非常規貨幣政策國家影子政策利率的季度加權平均值，當中加權值反映了香港外國銀行對於相應國家的資金依賴程度。具體而言，我們以香港外國銀行於過去一個季度對某個非常規貨幣政策國家銀行業的美元跨境負債淨額佔其總負債的比率來代表對該國家的資金依賴程度。[63]就此設定而言，我們實質上假設了香港外國銀行對四大非常規貨幣政策國家的貨幣政策的敏感度不盡相同。當香港外國銀行從某個非常規貨幣政策國家

60 外國銀行包括外國銀行分行及附屬公司。

61 請參閱2017年3月《貨幣與金融穩定情況半年度報告》「專題5：香港銀行的業務模式於全球金融危機後的變化及其影響」。

62 詳情可參閱http://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/research-programme/additional-research/measures-of-the-stance-of-united-states-monetary-policy/comparison-of-international-monetary-policy-measures。

63 倘若來自該國的美元跨境負債淨額為負值，即香港外國銀行為該國銀行業的淨資金提供者，其影子政策利率在該香港外國銀行所得的加權值將為零。

直接籌集的美元資金越多，其對該國家的貨幣政策便會越為敏感。[64]

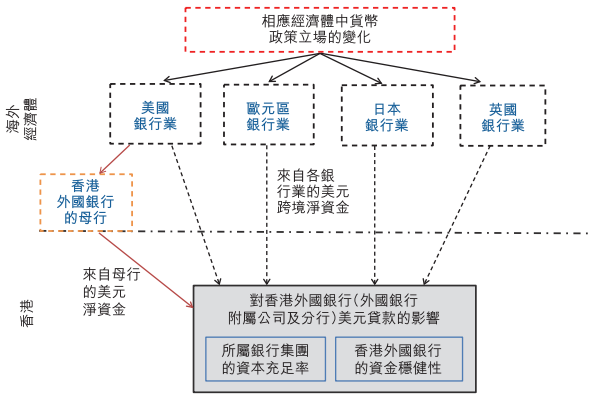
除了來自四大非常規貨幣政策國家的直接美元資金外，香港外國銀行的美元資金亦可能透過母行獲取。由於母行獲取美元資金的一個典型途徑為美國批發資金市場，[65] 因此香港外國銀行或會透過這一間接渠道對美國的貨幣政策作出反應。為同時捕捉這間接渠道中的潛在溢出效應，在設計貨幣政策指標時，若香港外國銀行從其母行所屬國家的銀行體系取得美元資金為淨正額，我們就會增加其美國影子利率的加權值。[66] 我們將按以上步驟計算所得出的銀行特定時間序列界定為貨幣政策指標。按照設計，ΔMPI為正值時表示四大非常規貨幣政策國家的貨幣政策狀況正在收緊。

為更充分了解ΔMPI對ΔL的影響，我們的基礎模型包括了ΔMPI的同期及頭三個滯後項作為解釋變量。我們亦同時將銀行固定效應及時間固定效應納入模型之中。前者可捕捉香港外國銀行各自不可觀察的非時變特性，而後者則可計及影響所有香港外國銀行，隨時間變化的香港貸款需求及經濟狀況。[67] 根據這模型設定，ΔMPI同期及滯後項的估計系數之總和可闡釋為ΔMPI對香港外國銀行美元貸款供應變化於一年內的累積影響。

我們亦考慮了一個經修訂的模型，以研究資產負債表因素如何影響貨幣政策的輸入型溢出效應。尤其是，我們推測具備更高資本比率（於母行層面）及更穩定資金架構的香港外國銀行對非常規貨幣政策國家的貨幣政策變化的敏感度或會較低。就前一因素而言，我們認為資本較多的銀行可能較容易接觸到除零售存款以外的資金渠道。該類銀行或可透過這些額外資金渠道減輕因貨幣政策收緊而引致的部分緊縮效應。此外，具備更穩定資金架構（如吸納更多本地零售存款及長期資金）的香港外國銀行理論上應較少受到外國貨幣政策的輸入型溢出效應所影響，或至少其受到的即時影響會較小。

為測試上述兩項推測，我們將母行的一級資本比率及香港外國銀行客戶存款與三個月以上到期的非存款負債之和佔其總負債的比率（以下簡稱為穩定資金比率）納入模型之中。上述兩個變量分別與迴歸等式中的所有ΔMPI項相互動，以反映上述兩個資產負債表因素如何影響貨幣政策的輸入型溢出效應的幅度。圖B5.2為實證模型架構之概要。

圖B5.2
實證模型架構



64 對於在模型中採用直接美元銀行資金流而言，這實際上是假設了在相應非常規貨幣政策國家的銀行會首先在各自批發市場或透過外匯掉期市場獲得美元資金，然後才再借貸予香港外國銀行。

65 另外，母行亦可透過外匯掉期市場獲得美元資金，相關的美元資金亦已計算入香港外國銀行來自母行的美元資金淨額。

66 若香港外國銀行於上一季度來自母行所屬國家銀行業的美元跨境負債淨額佔其總負債的比率為正值，其美國影子政策利率的加權值會按此比率而增加。

67 該模型亦包括了數個控制變量，包括(1)以對數形式表示的母行資產；(2)香港外國銀行母行的一級資本比率；(3)香港外國銀行的總貸款佔其總資產的比重；及(4)香港外國銀行的穩定資金佔其負債的比率。

以上模型採用了79家香港外國銀行的季度面板數據進行估計，涵蓋2004年第1季至2017年第1季。外國銀行分行及附屬公司層面的變量是以香港外國銀行向金管局提交的監管數據建立，母行層面的變量則以*SNL*及*Capital IQ*所提供各母行的綜合資產負債表數據建立。

估計結果及情境分析

表B5.1
輸入型貨幣政策溢出效應對香港外國銀行美元貸款的估計影響

解釋變量	美元貸款變動	美元貸款變動
∑ΔMPI (t至t-3)	–**	–***
∑ΔMPI (t至t-3)*一級資本比率		+**
∑ΔMPI (t至t-3)*穩定資金比率		+*
銀行層面的控制變量	有	有
銀行固定效應	有	有
時間固定效應	有	有

註：***、**及*分別表示估計系數有1%、5%及10%的統計顯著水平。
資料來源：金管局職員估計數字。

表B5.1概述了初步估計結果，而這些結果與我們的預期相符合。特別是——

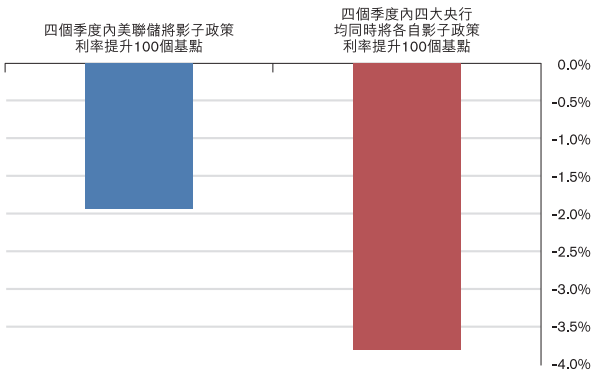
(1) 首先，基礎模型（即表B5.1第一列）的估計結果顯示，香港外國銀行會因應非常規貨幣政策國家貨幣政策收緊而減少其美元貸款。根據貨幣政策指數建立的原理，這亦代表更倚賴非常規貨幣政策國家及母行所屬國家籌集資金的香港外國銀行傾向受到較大的影響。

(2) 其次，估計結果發現資產負債表因素對貨幣政策的輸入型溢出效應的程度有顯著影響（即表B5.1第二列）。具體而言，相對其他香港外國銀行，擁有較高一級資本比率（於母行層面）或較高穩定資金比率的香港外國銀行，於應對非常規貨幣政策國家的貨幣政策收緊時，其美元借貸的減少幅度傾向較小。

根據經修訂模型的估計結果，我們按照兩種假設情境進一步分析。在第一種情境，我們假設美國聯儲局在一年內將影子政策利率提升100個基點；第二種情境則是假設所有四個非常規貨幣政策國家同時在一年內將其影子政策利率各自提升100個基點。基於兩個因素，我們重點關注來自四個非常規貨幣政策國家的香港外國銀行美元貸款的估計影響。其一，歐洲及日本銀行，與及在較輕程度上的美國銀行乃是美元貸款的主要提供者。其二，我們在分析詳細數據後發現，相對其他香港外國銀行，該組別的香港外國銀行更多地從非常規貨幣政策國家獲取資金，這表明非常規貨幣政策國家貨幣政策的輸入型溢出效應將主要透過來自這些國家的香港外國銀行所傳導。

圖B5.3根據來自非常規貨幣政策國家的香港外國銀行的最新平均資產負債表狀況，呈列其在兩種假設情境下美元貸款的估計累積影響[68]。倘若美聯儲政策利率提升100個基點（即第一種情境），來自非常規貨幣政策國家的香港外國銀行估計會將其美元貸款減少1.9%。而在較極端情景下（即第二種情境），美元貸款的估計下跌幅度將會更大，達3.8%。

圖B5.3
美國及所有四大非常規貨幣政策國家影子政策利率均提升100個基點對美元貸款的估計累積影響

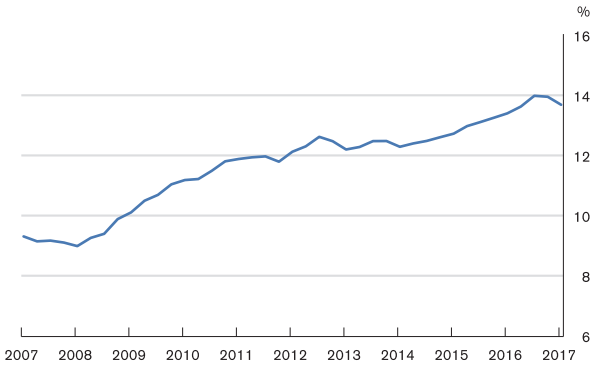


資料來源：金管局職員估計數字。

68 我們假設影子政策利率連續四個季度每季各提升25個基點。累積影響界定為每個季度影子政策利率提升對美元貸款各自在四個季度內的估計影響之總和。

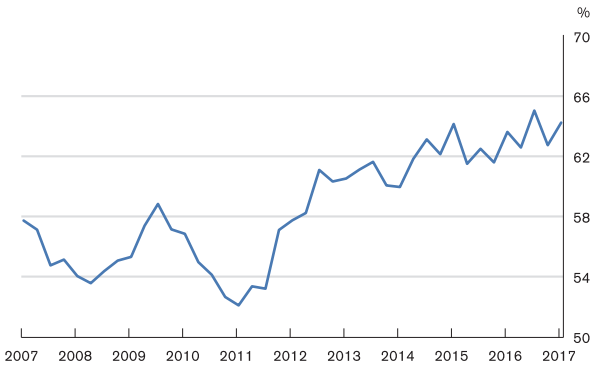
以上估計的美元貸款影響相對輕微[69]，部分可能是由於全球金融危機後香港外國銀行資產負債表的正面發展的影響。具體而言，全球金融危機後香港外國銀行的平均一級資本比率及穩定資金比率均顯著改善，甚至超越其於全球金融危機前的水平（圖B5.4及B5.5）。上述發展部分反映了金管局自2007年以來施行的《巴塞爾協定三》資本要求以及於2013年施行的穩定資金要求的政策影響。

圖B5.4
香港外國銀行的平均一級資本比率



註：上述數字為香港外國銀行各自母行綜合一級資本比率的簡單平均數。
資料來源：金管局職員根據SNL及Capital IQ數據估計得出的數字。

圖B5.5
香港外國銀行的穩定資金比率



註：穩定資金來源界定為客戶存款與三個月以上到期的非存款負債之總和。
資料來源：金管局。

[69] 作為參照，有效聯邦基金利率在2006年3月至12月合共提升84個基點後，香港銀行業的美元貸款於2006年第4季度下跌4.6%。

為評估全球金融危機後銀行對其資產負債表作出的改善如何緩減貨幣政策的輸入型溢出效應，我們進行了一項虛擬實驗。實驗假設來自非常規貨幣政策國家的香港外國銀行的平均一級資本比率及穩定資金比率一直維持在2008年年底時的水平。接著，我們重新估算了較早前圖B5.3所列示的兩種假設情境下的美元貸款反應。倘若全球金融危機後其資產負債表未有改善，在第一種情境，即美聯儲政策利率提升100個基點的情況下，來自非常規貨幣政策國家的香港外國銀行會將其美元貸款大幅減少4.8%，而第二種情境下的美元貸款估計跌幅亦會更大，達9.5%。

結論

我們在本專題的研究發現，香港銀行業難免受貨幣政策的輸入型溢出效應所影響。尤其是，香港外國銀行與非常規貨幣政策國家之間的跨境資金連結乃是這些國家貨幣政策收緊可能影響香港外國銀行美元貸款供應的一個重要渠道。然而，我們的實證結果表明，由於全球金融危機後香港外國銀行的資本及資金架構顯著改善，貨幣政策收緊對美元貸款供應的潛在影響可能遠較之前為小。展望未來，當主要先進經濟體最終撤回其非常規貨幣政策，香港外國銀行資產負債表加強或會有助於降低香港銀行業美元貸款供應大幅下降的風險。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本(如員工及租務支出)、信貸成本及對沖成本。

兑換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兑換為外幣，或將外幣兑換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兑7.80 港元的聯繫匯率作出強方及弱方兑換保證。根據強方兑換保證，金管局承諾會於7.75 匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兑換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兑換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兑換範圍

由弱方及強方兑換保證匯率為上下限的美元兑港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣(銀行紙幣及硬幣)與銀行體系存放在中央銀行的結餘(儲備結餘或結算餘額)的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書(作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持)、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2017香港金融管理局
本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站**www.hkma.gov.hk**查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話：(852) 2878 8196
傳真：(852) 2878 8197
電郵：hkma@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）